

الخصخصة عن طريق الأسواق المالية

تأليف

د.مختار حميدة

Business

مكتبة حسن العصرية

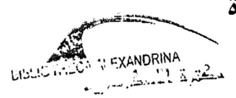
للطباعة والنشر والتوزيع

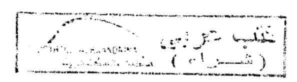
الخصخصة عن طريق
الأسواق المالية

الخصخصة عن طريق الأسواق المالية

تأليف

د.مختار حميدة





مكتبة حسين العصرية
للطباعة والنشر والتوزيع

الطبعة الأولى : 1434هـ/ 2013 م

عنوان الكتاب : **الخصخصة عن طريق الأسواق المالية**

تأليف : د. مختار حميدة

عدد الصفحات : 256 صفحة

قياس : 17 × 24

صف وإخراج : غنى الريّس الشحيمي

الناشر : مكتبة حسن العصرية

العنوان : بيروت- كورنيش المزرعة- بناية الحسن سنتر- بلوك 2- ط 4

هاتف خليوي : 009613790520

تلفاكس : 009611306951 - 009617920452

ص.ب. : 14-6501 بيروت- لبنان

الترقيم الدولي : 978- 9953 - 561 - 35 - 6

E-mail: Library.hasansaad@hotmail.com

Printed in Lebanon 2013 طبع في لبنان

المقدمة

تشهد الأحداث والمتغيرات في عالمنا اليوم على مختلف المستويات المحلية والدولية ما يبعث على التطوير والتنمية، ولما كانت استراتيجيات الدول على اختلاف نُظمها السياسية وتباين درجات تقدمها الاقتصادي تسعى إلى هدف رئيسي يتمثّل في تحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لشعوبها، فكل دولة تتبع مجموعة من الخطط والسياسات الكفيلة بتحقيق أهدافها والتي تتناسب في ذات الوقت مع ظروفها الاجتماعية والاقتصادية.

ومن أجل الوصول إلى الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية اتبعت الدول وخاصة النامية منها برامج للإصلاح الاقتصادي.

فأصبح التوجه نحو آليات السوق الحرة وتفعيل دور القطاع الخاص في التنمية هو السمة العامة لتوجهات الدول النامية والمتقدمة، والتي اتخذت نظام الاقتصاد المخطط لعقود طويلة من الزمن انتهى إلى الفشل في غالبية هذه البلدان.

واستنادا إلى ما حققته هذه البلدان المتبعة لنظام آليات اقتصاد السوق الحرة من تقدم اقتصادي اتضح بأن آليات السوق تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استخدام الموارد وتعظيم الرفاهية الاقتصادية بالمجتمع اعتمادا على موارده المتاحة، وبالتالي فقد تزايد الاتجاه نحو مشاركة القطاع الخاص وتفعيل دوره في النشاط الاقتصادي ليصبح مشاركا في المنافع العامة والتي كانت حكرا على القطاع العام لعقود طويلة من الزمن.

فالتخلي عن أصول القطاع العام الى القطاع الخاص تتحدد طرقه حسب نوع القطاع أو الأصل أو الشركة المراد التنازل عنها، و الخصخصة تعتبر محورا

أساسيا في مستقبل الاقتصاد العالمي اليوم فالاقتصادات المختلفة سواءا المتقدمة منها أو النامية شهدت تحويل الملكية من القطاع العام الى القطاع الخاص عن طريق بيع الحكومات لممتلكاتها بالكامل أو مشاركة الخواص عن طريق بيع جزء من ممتلكات القطاع العام أو تأجيره إلا أن ذلك يتم بطرق عديدة، ويُعتقد أن أصوب وأشف الطرق هي أن يتم تحويل الملكية عن طريق الأسواق المالية إلا أنه من الملاحظ أن الكثير من البلدان النامية لا تتوفر على أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمكنها من تنفيذ برامج الخصخصة عن طريق الأسواق المالية.

و الأمر ليس مجرد تنازل عن ملكية القطاع العام للخواص وأنما يتطلب اختيار القنوات التي يتم من خلالها هذا التحويل، فالأساليب عديدة إلا أنها ليست صالحة لكل الشركات

باختلاف اشكالها ولا لكل القطاعات، فاختيار طريقة تحويل الملكية يراعي نمط الشركة و/ أو القطاع التي تنتمي له، وكذلك حالة اقتصاد البلد ومستوى معيشة الافراد ومتوسط دخل الفرد.

و تقسم طرق الخصخصة من وجهات نظر عديدة وباعتبار ان الباحث يهتم بأسواق الاوراق المالية، فهذا البحث يهتم بالخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية، فهذه الأخيرة تلعب دورا حيويا في تحقيق الأهداف التنموية ورفع معدلات النمو الاقتصادي.

الاشكالية:

مما سبق يتضح أن سياسات الخصخصة هي من أهم محاور برامج الاصلاح الاقتصادي الا أن اختلاف طرقها أدى الى ضرورة مراعاة ملاءمتها للمؤسسات المراد تحويل ملكيته.

كما يستأثر موضوع أسواق المال ومدى أهميتها لما لها من آثارعلى الاقتصاد الوطني فيزداد الاهتمام بها وبتنفيذ برامج الاصلاح الاقتصادي المعتمد على آليات السوق ومن بينها الخصخصة، و لذا فان ضرورة التفكير في آليات من شأنها تنفيذ الخصخصة بنجاح أصبحت تفرض نفسها لذا فالسؤال المطروح هو:

الى أي مدى يمكن أن تساهم الأسواق المالية في تنفيذ برامج الخصخصة ومامدى اسهامها في تحسين الأداء الاقتصادي والمالي للمؤسسات محل الخصخصة؟

ومن أجل الوصول الى اجابة على هذا السؤال المطروح يمكننا الاستعانة بالأسئلة الفرعية التالية:

ما هي المفاهيم الرئيسية لدراسة كل من الأسواق المالية والخصخصة ؟

ما هي أهم المشاكل التي تواجهها الخصخصة عن طريق الأسواق المالية على المستوى العملي، وكيف يمكننا الوصول إلى تقييم عادل للأصول العمومية قبل خصخصتها؟

ما وضع الأسواق المالية العربية، وهل فعلاً ستستوعب برامج خصخصة المؤسسات العمومية ؟

ما هو الوضع المالي التي آلت إليه الشركات بعد بيع أسهمها في الأسواق المالية، وهل تحسن الأداء الاقتصادي لها ؟

فرضيات البحث:

1. أن الأسواق المالية تعتبر إحدى العوامل اللازمة لنجاح برامج الخصخصة، وليست نتيجة لها.

2. الخصخصة عن طريق الأسواق المالية تعمل على تحسين الأداء المالي

للمؤسسات على المدى القصير، و ستؤدي إلى تحسين الأداء الاقتصادي على المستويين المتوسط والطويل.

3. أن تطوير الأسواق المالية يؤدي إلى نجاح عملية الخصخصة كأداة من أدوات البيع العادل الذي يتسم بالشفافية.

أهمية الموضوع:

نظرا لكبر حجم القطاع العام في غالبية البلدان العربية وسيطرته على الجانب الاكبر من النشاط الاقتصادي، فان الاتجاه الى تحويل القطاع العام الى القطاع الخاص يتسم بأهمية بالغة وذلك لما يتركه هذا التحول من آثار على المتغيرات الاقتصادية الكلية وعلى المستوى الجزئي، إضافة لما لأسواق رأس المال من أهمية في تحويل الملكية من جانب وتمويل الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز من جانب آخر.

الهدف من الموضوع:

- محاولة تحليل حالة الأسواق المالية العربية، ومدى فاعلية التشريعات المصدرة في هذا الشأن مع تحديد المتطلبات التنظيمية والتشريعية لكي يتسنى لها المساعدة في تنفيذ برامج الخصخصة.

- محاولة الوصول إلى تحديد طبيعة العلاقة بين درجة تطور الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية في ظل إحداث تغيرات ايجابية على الوحدات الاقتصادية التي تم تحويل ملكيته عن طريقها.

أسباب اختيار الموضوع:

يرجع اختيار هذا الموضوع إلى انه بالنظر إلى التطور الذي لحق بالأسواق المالية، وما نتج عنه من أدوات مالية، وتطور تكنولوجي، وحجم تعاملات...، و

التي تجمعت في شكل قوة دافعة من أجل دراسة الأسس والمبادئ والمفاهيم العلمية لبعض جوانب الأسواق المالية، والمتمثلة خاصةً في تحقيق أهداف برامج الإصلاح الاقتصادي، والجدير بالذكر هنا أن المقصود هي الأهداف المتعلقة بالأسواق المالية في علاقتها بزيادة الكفاءة بصفة عامة، وبالتركيز على علاقتها بالخصخصة على وجه الخصوص من أجل رفع كفاءة الوحدات الاقتصادية.

إضافةً إلى أنه وإيمانا منا بأثر تنشيط الأسواق المالية لعمليات الإصلاح الاقتصادي بصفة عامة ولبرامج الخصخصة بصفة خاصة وهو ما يعمل على زيادة حجم الاستثمارات وبالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

منهج البحث:

يرتكز منهج البحث في هذه الدراسة على جانبين هما:

الجانب النظري:يعتمد الباحث على المنهج الاستقرائي الاستنباطي، و ذلك باستقراء الدراسات المتاحة عن الأطر النظرية وتجارب الخصخصة والبورصات، و ذلك لاستنباط الأبعاد النظرية للظاهرة محل الدراسة، من خلال إستعراض المفاهيم المختلفة للخصخصة وللأسواق المالية ثم أساليب الخصخصة مع التركيز على الطرح العام للأسهم باعتبار أن هذه الطريقة هي محور الدراسة، هذا الى جانب التطرق لتجارب بعض الدول غير العربية في مجال الخصخصة عن طريق البورصات لإستنباط الدروس المستفادة من تلك التجارب.

كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي من خلال سرد بعض النظريات وتحليل بعض الوضعيات من حين لآخر.

الدراسات السابقة

– دراسة بعنوان:"دراسة الدور الحالي لبورصة الأوراق المالية في تطبيق برامج الخصخصة في مصر" هذه الدراسة لـــ: نوال محمد ياقوت، بمجلة كلية

التجارة بجامعة عين شمس 1993.

وكان من نتائج هذه الدراسة أن هناك عدم كفاءة في السوق المصري من خلال:

- النقص الواضح في المعلومات
- عدم الكفاءة السعرية والتشغيلية.
- النقص المؤسسي حيث أن البنوك التجارية هي الأكثر تحكما في السوق.
- عدم توفر المستثمر المهني المتخصص.

- دراسة بعنوان:"دور الأسواق المالية في عملية الخصخصة في مصر في اطار برنامج التكييف الهيكلي المالي والاقتصادي" لصاحبها: ونيس فرج عبد العال، بمجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية في كلية التجارة جامعة حلوان عام 1997.

استهدفت هذه الدراسة تحليل أهمية دور سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة في مصر في اطار برنامج الاصلاح الاقتصادي، وكان من نتائج تلك الدراسة أن تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادي قد ساهم في انتعاش سوق الأوراق المالية واتاح مزيدا من الأوراق في السوق وتزايد عدد العمليات وارتفاع قيمة التداول.

ـــــــــ دراسة بعنوان: دور سوق رأس المال في تحقيق أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر، لصاحبها شريف عبد الحميد محمد، بكلية التجارة جامعة عين شمس بمصر، عام 2005

حيث تناول البحث هذا خاصة الجانب المتعلق برفع كفاءة أداء الوحدات الاقتصادية، وذلك باستخدام أسلوب الخصخصة والعلاقات التبادلية بين الخصخصة وتنشيط سوق رأس المال كأداة فعالة لتحقيق السعر العادل من ناحية، وعدالة توزيع

الأصول الرأسمالية من ناحية أخرى، وجذب مزيداً من الاستثمارات من ناحية ثالثة، وانتهت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها تأكيد أهمية المناخ الاستثماري بصفة عامة لإحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية المطلوبة، فضلاً عن إبراز وجود سوق رأس مال منظم في جذب المزيد من رؤوس الأموال الوطنية وغير الوطنية.

خطة البحث:

في كثير من دول العالم، وفي ظروف الرغبة في الإصلاح برزت فكرة الأخذ بسياسة الخصخصة بمعنى سياسة نقل المؤسسات من القطاع العام إلى القطاع الخاص إلا أن طرقها متعددة فمنها ما هو خصخصة للملكية ومنها ما هو خصخصة للإدارة، ومن هذا المنطلق تنبعت دوافع الباحث لدراسة هذا الموضوع.،.

قسمت هذه الدراسة إلى أربعة فصول، ففي الفصل الأول تم عرض ماهية الخصخصة وأسبابها وأهدافها وشروط نجاحها وآثارها، ثم تطرقنا إلى أهم طرق تنفيذ الخصخصة خارج الأسواق المالية، وتلا ذلك إلقاء نظرة عن القطاع العام والقطاع الخاص.

أما في الفصل الثاني فعرضنا المفاهيم العامة للاسواق المالية، ماهيها ووظائفها الاقتصادية وركزنا على البورصات وأهم الأدوات المالية، وتلتها المؤشرات وأهم العمليات المستحدثة.

وعن الفصل الثالث فحاولنا الربط بين أسواق المال وخصخصة المؤسسات، و قد استهلينا الفصل بأهم طرق تقييم المؤسسات المراد خصخصتها عن طريق البورصات

ثم أساليب الخصخصة عن طريق الاسواق المالية مع التركيز على العرض

العام بالبيع ثم حوكمة الشركات في ظل أسواق رأس المال وخلصنا إلى مبررات نجاح الخصخصة عن طريق البورصات وشروط نجاحها.

أما الفصل الرابع فتطرقنا لعرض أهم القوانين الناظمة للبورصات العربية، ثم عرجنا على آداء البورصات العربية ثم الى دراسة تطبيقية من خلال تحليل استمارة البيانات الموزعة على عينة من الشركات العربية التي خصخصت عن طريق أسواق رأس المال العربية، تحليل البيانات المالية من خلال التحليل الإحصائي البسيط للسنتين ماليتين لكل شركة قبل وبعد الخصخصة، والقيام بتحليل استبيان موجه للشركات.

تمهيد

يدور الحديث في العقود الأخيرة بين الاقتصاديين وأصحاب القرار حول موضوع تحويل العديد من المؤسسات المملوكة للدولة إلى الملكية الخاصة، وقد تطور الحديث عن الخصخصة باعتبارها إحدى أدوات الإصلاح الاقتصادي، ومن ثمَّ فموضوع الخصخصة يستمد أهميته من مدى الوصول إلى الأهداف المرجوة منها.

و رغم مالها من أسباب وآراء مختلفة منها ما هو مؤيد ومنها ما هو معارض وما يتأرجح بين هذا وذاك، فإننا نحاول في هذا الفصل الإجابة على بعض الأسئلة المتعلقة بالجانب المفاهيمي لدراسة الخصخصة ومبررات اللجوء إليها.

كما أننا سنتطرق فيه أيضا إلى أهم النظريات المتعلقة بالقطاع العام لما له من أهمية كمنهاج للتنمية.

الفصل الأول

المعالم الرئيسية في دراسة الخصخصة

تعتبر الخصخصة ظاهرة اجتاحت مختلف دول العالم وتبنتها المؤسسات المالية الدولية تحت طائلة هدف الإصلاح الاقتصادي، فقد تعددت الروئ حول نشأتها وظهورها والأهداف المبتغاة منها، إلا أن الأصل فيها يعود إلى تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص من أجل رفع الكفاءة وزيادة الفعالية على المستويين الجزئي والكلي، وما يقابل هذه الفكرة هو مستوى تدخل الدولة في الاقتصاد، فما محل الخصخصة من أهم نظريات التنمية ؟

المبحث الأول

الخصخصة ونظريات التنمية الاقتصادية

أولا: البعد النظري لتدخل الدولة في الاقتصاد

إن الاهتمام الحالي بالخصخصة يعكس رؤية يتضح من خلالها إعادة تقييم دور الدولة ومساهمة القطاع العام في عملية التنمية والنمو الاقتصادي، نتيجة تحول عام في نظرية التنمية المسيطرة من ناحية، وضعف في أداء المؤسسات العمومية من ناحية أخرى، وكان ذلك بمثابة التحدي الذي أنهى الجدل القائم ونتيجته هو انتهاء دولة الرفاهية.

ففي منتصف القرن السابق بدأت نظرية (دعه يعمل) تؤول إلى السقوط، وتلاحقت الرؤى خصوصا بعد أزمة الكساد الكبير 1929 – 1933 بعد الحرب العالمية الثانية والتي كان مفادها وهدفها هو التطلع إلى الاستثمارات طويلة الأجل والتضحية بالأرباح في المدى القصير من جهة وحماية الصناعات المحلية والحاجة إلى التوازن الاجتماعي والسياسي من جهة أخرى، واتباع فكرة التشغيل الكامل وحماية العمال، وساهمت كل هذه العوامل في تقوية دور الدولة والتوسع في القطاع العام[1].

وفكرة دولة الرفاهية لم تدم طويلاً فقد بدأت في التلاشي، فالمناداة بالدولة وإعادة توزيع الدخل والرفاهية في منتصف القرن السابق كانت تبدو كأنها في الكثير من الأحيان مناقضة لفكرة الكفاءة في تخصيص الموارد، ولعل خير دليل

1– عبد الله المعجل: **أهمية سياسة التخصيص في معالجة إخفاقات القطاع العام في الدول النامية**، مجلة كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد الأول مجلد 43، مارس 2006، مصر، 2006، ص 176.

على ذلك هو النتائج غير المنتظرة التي انتهت إليها البلدان النامية بعد تطبيق تجربة التخطيط الاشتراكي.

وازدادت الانتقادات الموجهة لدولة الرفاهية وبدأت الدولة الأوربية في مطلع الثمانينيات تتفوق في الرفاهية ودور الدولة في الاقتصاد، وأثر الجدل كذلك في ضرورة إحلال فكرة السلوك الاقتصادي محل السلوك الحكومي.

وبالتالي لم تعد مصالح الحكومة مشروطة بضرورة التقليل من مصالح الأفراد.

1- مدخل

منذ أمد بعيد وأفكار الاقتصاديين منصبة على تحديد أهم وأفضل وأنجح السبل التي يتم من خلالها توزيع الموارد الاقتصادية في أي مجتمع، وذلك للموازنة بين الموارد المتاحة والطلبات والحاجات المتزايدة وظل الجدل قائماً، حيث يقر الجميع أن أهم وأنجح الطرق هي ترك آليات السوق من عرض وطلب تلعب دورها لتحديد الأسعار الحقيقية، إلا أن التجربة في كثير من الأماكن وعبر مراحل مختلفة من الزمن أثبتت أن الأهداف الاقتصادية لا تتحقق دوماً في هذه الحالة، فقد تصلح آليات السوق هذه إذا ما تعلق الأمر بالسلع والخدمات الخاصة التي يطلبها الأفراد وذلك لاعتمادها على عنصر التفاوض بين المنتج والمستهلك، لكن ذلك لا يصلح في حالة السلع والخدمات العامة أو الاجتماعية، كالأمن والدفاع والقضاء والخدمات المتعلقة بهم من منافع، والصفة العامة لهذا النوع من السلع والخدمات هو عدم وجود الطلب عليها في السوق وفي حالة توفرها لا يمكننا أن نستبعد أي أحد بسبب عدم دفع ثمنها.

لذلك نرى أن هنالك أكثر من مبرر عن تدخل الدولة في الاقتصاد ولكن وجب تحديد هذا التدخل، فالحد من تدخلها في دواليب الاقتصاد هو مراعاة آليات السوق في الكثير من النواحي، إذا لم يتناقض ذلك مع مبدأ المنفعة العامة تنتج عنه

ضرورة تطبيق برامج أو نظام الخصخصة في الكثير من الدول.

يرى "بيتر دراكر" أن ملكية الدولة للمؤسسات الاقتصادية في أوروبا لها تاريخ طويل يتمثل في الملكية المباشرة والجزئية لتلك المؤسسات، وأن التوسع الرئيس لها حدث في عام 1945 بصورة أكبر[1]، فقد سعت الحكومة البريطانية آنذاك لإنقاذ المؤسسات والشركات المفلسة، ومن بين النقاط التي وقعت عائقا في وجه آليات السوق وأدت إلى إخفاقها هي عدم استطاعتها منع الاحتكار، مما أدى إلى توزيع غير عادل للثروة، وذلك لا ينفي ضرورة الاعتماد على آليات السوق مع الأخذ بعين الاعتبار المشاكل أو المعوقات التي تحول دون ذلك أو تؤدي إلى نتائج غير مرضية.

أما عن القطاع العام كظاهرة اقتصادية واجتماعية وكمؤسسات إنتاجية واستثمارية وخدماتية، فهي تعمل على أسس اقتصادية وتجارية، وتراعي وتخدم بجانب أهدافها الاقتصادية أهدافا أخرى اجتماعية وتنموية، وإن كان القطاع العام قد يعتبر سمة مميزة لغالبية الدول النامية إلا أن الدول الأوربية والولايات المتحدة الأمريكية كانت سباقة للقطاع العام وتبنته كأداة لتحقيق أهم الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، حيث تزامن اللجوء للقطاع العام مع ظروف الأزمات الاقتصادية والاجتماعية.[2]

إن دور الدولة في الاقتصاد خضع لتطور كبير، و تغير حجم هذا الدور ومداه في الزمان والمكان، ويمكن القول بان الاتجاه العام كان لزيادة دور الدولة في النشاط الاقتصادي، نتيجة لما توافر لها من إمكانيات مالية ومؤسسية وتكنولوجية

---

1 – المرجع السابق، ص 186.

2 – ميرغني عبد العال حمور: **مؤسسات القطاع العام في مفترق الطرق بين إمكانات التطوير واحتمالات الخصخصة"دراسة نظرية"**، مجلة بحوث اقتصادية عربية الصادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد الرابع، خريف 1995، مصر، 1995، ص:113

ساعدتها على مزيد من السيطرة على الحياة الاقتصادية، و الملاحظ أن النظم الاشتراكية قد ساعدت على زيادة هذا الدور، ورغم ذلك فهذا الدور بقى هذا مختلفا من مكان لآخر حسب ظروف كل مجتمع، فضلا على أن هذا الدور قد تراجع في الكثير من الدول النامية التي وصلت إلى درجة معينة من التدخل.[1]

2- تدخل الدولة في الاقتصاد في الدول المتقدمة:

يبيّن الواقع أن أهم الأسباب التي تؤدي بالدولة للتدخل في الاقتصاد هي أسباب سياسية بحتة، وذلك من أجل احتفاظ الدولة ببعض النشاطات أو القطاعات لأسباب سياسية يُنظر لها من منظور السيادة أحيانا أو من أجل عدم ترك المجال لمنافستها من قبل صناعات أجنبية، فالكثير من البلدان تحتفظ بالنفط والمناجم، باعتبارها ملكا للدولة ولا يحق لملاك الأراضي استغلال ما هو موجود بباطن الأرض.

وقد تطور دور الدولة في الاقتصاد بشكل كبير في القرن العشرين، حيث سادت أفكار المؤيدين لمبدأ (دعة يعمل دعه يمر)، فكان دور الدولة محصورا على حماية وتوفير الأمن للمواطنين، وتطور مع ذلك دور القطاع الخاص ونتجت عنه الثورة الصناعية.

والخصخصة من وجهة نظر الدول المتقدمة هي تزايد كفاءة وفاعلية معدلات أداء المؤسسات الاقتصادية وزيادة جودة منتجاتها بحيث تقدم سلع وخدمات بأسعار مقبولة داخليا وخارجياً.[2]

ولكن عدم تدخل الدولة في الاقتصاد لا يعني التخلي الكلي للدولة وإنما ينصب

1 - حازم الببلاوي: **دور الدولة في الاقتصاد**، دار الشروق، مصر، 1999، ص:35

2 - احمد جمال الدين موسى: **الخصخصة ضغوط خارجية ام دوافع داخلية**، مجلة العربي، أوت 1993، الكويت، 1993، ص ص 185،.186

على إصلاح الإدارة العمومية وهذا لا يعني بالضرورة أن تكون الخصخصة هـي الحل الحاسم للحد من الفساد فلا بد من الحرص على ضرورة شفافية العمليـة، و لعل أكبر دليل على ذلك الأصوات المتعالية هنا وهناك والمتمثلة في التظـاهر و الاحتجاج على الخصخصة وسياسات العولمة، أما عن هذا الإصلاح الإداري فيتمثل لنا هذا في خلق إدارة حكومية رشيقة ونظيفة وقوية، ويناقش هذه الصفات كالآتي[1]:

حكومة نظيفة: تعتبر قضية الفساد الإداري من بين القضايا التي تشغل المهتمين بقضايا التنمية في العالم، و بالرغم من ظهورها في جميع أنحاء العالم المتقدم والنامي منها على حدٍ سواء إلا أن درجة ظهورها تنمو إلى التركيز في البلدان النامية، و ذلك في ظروف غياب سبل الحكم الديمقراطية وضعف الرقابة من طرف الهيئات المنتخبة كالمجالس الوطنية وباقي المؤسسات الدستورية.

حكومة رشيقة: المقصود بها هو التخلص من اليد العاملة الزائدة وغير الكفؤة لكي لا تعيق العمل الإداري الجيد.

حكومة قوية: فوجود الكثير من الرجالات لا يعني بالضرورة قوتها، فقد نجحت المجتمعات المتقدمة في خلق جهاز حكومي محدود الحجم عالي الكفاءة

3- دور الدولة في الاقتصاد في الدول النامية:

بعدما قطعت الدول النامية شوطاً كبيراً في زيادة تدخل الدولة في دواليب الاقتصاد، بدأت هذه الدول في بداية الثمانينيات بالمناداة بضرورة تقليص دور الدولة في الاقتصاد، وانتشرت الدعوة إلى تحرير النشاط الاقتصادي وتطبيق الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية اللازمة لمعالجة الاختلالات الناشئة عن هذا

---

1 - على عبد العزيز سليمان، **دور القطاع الخاص في التنمية مع التطبيق على مصر**، مركز دراسات وبحوث الدول النامية (جامعة القاهرة)، مصر، 2000، ص ص: 32-34.

التدخل، وبدأ القطاع الخاص يحل محل القطاع العام في الكثير من النشاطات والتوجه نحو تطبيق سياسات الخصخصة، وكان ذلك نتيجة عوامل عديدة أهمها انهيار النظام الاشتراكي.

إن تطبيق سياسة الخصخصة تمكن الدول النامية من سداد ديونها أو على الأقل تخفيضها، كما تعمل على الحد من البطالة، وتقليل نسبة التضخم والعجز في الميزانية الناتج عن قصور أداء القطاع العام في تحقيق التنمية الاقتصادية.[1]

تعمل فكرة ضرورة الحد من تدخل الدولة في الاقتصاد – في العالم النامي – على تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، ويذكر منها الآتي: [2]

- تقديم بعض السلع الضرورية بأسعار مدعمة تقل عن تكلفة إنتاجها.
- السعي نحو إنشاء صناعات تصديرية أو بديلة للواردات خاصة تلك التي لا يستطيع القطاع الخاص إنتاجها بسبب ارتفاع الكفاءة الرأسمالية لها.
- توجيه الأنشطة الاقتصادية بصورة عادلة بين المناطق الجغرافية خاصة تلك التي لا يقبل عليها القطاع الخاص.
- القيام بإنشاء الصناعات الاستراتيجية اللازمة لزيادة القدرة على تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية مثل النقل، التعدين والصناعات الثقيلة.
- استغلال فائض المشروعات الحكومية في تنفيذ استثمارات جديدة لتوفير فرص عمل، خاصة إذا كانت الدولة تعاني من انخفاض كل من معدلات الادخار المحلية والاستثمارات الخاصة.

---

1 – سامية عمار، **أثار الخصخصة على حجم العمالة وإنتاجيتها في مصر**، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة، العدد 21، افريل 1998، مصر، 1998 ص 299.

2 – عمر عبد الحي صالح البيلي: **الآثار الاقتصادية للخصخصة مع الإشارة إلى التجربة المصرية**، مجلة البحوث التجارية المعاصرة كلية سوهاج جامعة جنوب الوادي، المجلد 14، العدد 1 يونيو 2000، مصر، 2000، ص، 415.

لقد مر الفكر الاقتصادي بحقبات متتالية، وكانت المواقف اتجاه دور الدولة تتقلب حسب الظروف المواكبة لها، ولا بد لنا من تفهم الأسباب الموضوعية التي بررت تبدل وتباين هذه الآراء والنظر في مدى مطابقتها لأحوال البلدان النامية خاصة وحاجاتها بدل تبني أي منها لمجرد أنها أكثر رواجا في لحظة معينة.فخلال القرن العشرين أدت أزمة الثلاثينات إلى تعظيم دور الدولة في الاقتصاد، وأدت السياسات المستوحاة من النظريات الكينزية في البلدان الغنية مدعمة بنظريات التنمية الوطنية المستقلة في البلدان الفقيرة، إلى زيادة حصة من الاقتصاد بشكل مطرد، وقد أدت أيضا إلى تحقيق أطول فترات ت النمو بين الأربعينيات وأواسط السبعينيات، وكان الارتداد نحو تقليص فترة دور الدولة مرتبطا بفترة السبعينيات وإخفاق فترة الكينزية في مواجهة تلازم مشكلتي البطالة والتضخم، وازدادت انتشارا خلال الثمانينيات، بدءا من بريطانيا والولايات المتحدة حتى واصلت انتشارها في مختلف دول العالم خلال الثمانينيات. [1]

كما أن سياسيات التأميم شهدت خاصة في الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية توسعا مذهلا في مختلف بلدان العالم، ويرجع ذلك إلى العديد من الأسباب لم يكن للإيديولوجية الاشتراكية ضمنها إلا مكانة ثانوية في غالب الأحيان، وقد حصل ذلك على سبيل المثال في فرنسا وأسبانيا وعدد كبير من دول أفريقيا، وكان العامل الأهم آن ذاك هو تدعيم هياكل، وخاصة الجوانب المالية منها، ولكن الأمل في ذلك لم يتحقق فقد منيت بالفشل في الكثير من البلدان[2].

إن تدخل الدولة في الاقتصاد في العالم النامي لم يكن وليد الصدفة أو لمجرد

---

1 – أحمد عبد الله بيت المال وخالد علي كجيجي، **الخصخصة غاية أم وسيلة؟**، مجلة البحوث الاقتصادية، ، العدد 2 المجلد14، ديسمبر 2003، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، ليبيا، 2003، ص 61.

2 – عبد الستار قريصة، **القطاع العمومي ودور الدولة**، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، المجلد14، مركز الدراسات الأبحاث الإحصائية الاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية جامعة المنصورة، العدد 2 المجلد14، 1993، ص ص 97– 98.

إتباع إيديولوجيات معينة وإنما له أسباب موضوعية تتلخص في ما يلي: [1]

- الكساد الكبير الذي ساد الاقتصاد العالمي عام1929 الرأسمالي وظهور الفكر الكينزي الداعي إلى تدخل الدولة لإنعاش الاقتصاد متى ما تطلب الأمر لذلك.

- تامين الاستقلال الاقتصادي كأساس للاستقلال السياسي، فالبلـــدان الناميـــة تسعى للاستقلال السياسي وذلك يلزمه استقلال اقتصادي للخروج من دائرة التبعيـــة الاقتصادية وهو ما جعل تلك الدول تسطر خططا من اجـــل تـــامين الاحتياجـــات الأساسية من السلع والخدمات الضرورية والتركيز على الوصول لدرجة الاكتفـــاء الذاتي.

- بناء مشاريع البنية الأساسية من طرقات وموانئ وكهرباء ومواصلات..... باعتبار أن هذه البلدان حديثة النشأة بالاستقلال والبني التحتية الموجودة لم تكن تخدم سوى مصالح الاستعمار، وهذه المشاريع كانت مكلفة جدا ممـــا يـــستدعى تـــدخل الحكومات من اجل تحقيقها.

- استقطاب المدخرات المحلية من اجل بناء المشاريع التنموية وهذا ما حدث آنذاك في الكثير من الدول حديثة الاستقلال.

- تطبيق النظام الاشتراكي باعتباره المنفذ الأقرب لتحقيق ما تصبو إليه تلـــك الدول على الأقل في تلك المرحلة.

إن المتتبع للسياسيات التنموية في البلدان النامية خلال الفترة من بداية عقد الخمسينات إلى أواخر عقد السبعينات من القرن الماضي يلاحظ أنها اتجهت في كلا المجموعتين تقريباً نحو توسيع نطاق القطاع العام، وقد تفاوتت الحكومات فيما بينها حول مدى تدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية وفي حجم القطاع العام وطبيعة

---

1 - عبده محمد الربيعي:، **الخصخصة وأثرها على التنمية بالدول النامية**، مكتبة مدبولي، مـــصر، 24، ص ص: 91 - 93.

علاقته مع القطاع الخاص، وفي الآثار المرجوة على علاقات الملكية، وفي المبررات المقدمة للجماهير لتفسير أهداف التوسع في دور القطاع العام، وذلك بحسب الاختلاف في نوع الأيديولوجية التي يتبناها النظام السياسي.

وبشكل عام فان درجة هذا التوسيع قد تأثرت بمجموعة من المعوقات والظروف والأهداف التي كانت تواجه جهود التنمية، التي منها عدم كفاية البناء الارتكازي ورأس المال الاجتماعي، ولكون الدولة المصدر الوحيد، والنقص في رؤوس الأموال المعدة للاستثمار، إضافة إلى ضعف مرونة عرض المهارات والكفاءات الإدارية و قلة المؤطرين ذوي الكفاءات العالية، وصغر حجم الوحدات الإنتاجية، وعجز القطاع الخاص عن توفير موارد كافية للاستثمار في الوحدات الإنتاجية الكبيرة، ولعل عدم توفر المناخ الملائم للاستثمار المنتج والمحفز على الإبداع والابتكار كذلك من الأسباب التي أدت إلى ضعف الإنتاجية.

إن العوامل المذكورة سابقا جعلت من أراء المفكرين التنمويين والمؤسسات الدولية ومنها البنك الدولي التي طرحت خلال عقود الخمسينات والستينات من القرن الماضي، متسامحة مع القطاع العام بل مشجعة له، غير أنها كانت تؤكد في نفس الوقت على ضرورة إشراك القطاع الخاص في عملية التنمية، وقد أدى ذلك الموقف إلى دعم عملية توسيع دور القطاع العام، فبالإضافة إلى وظائف الدولة التقليدية في الدفاع وحماية الأمن الداخلي، وبناء البنية الأساسية، عرج القطاع العام نحو إدارة الاقتصاد الكلي من خلال تملك وسائل الإنتاج والسيطرة على الصناعات الناجحة والأنشطة ذات الأهمية الإستراتيجية، وتشجيعها من خلال توفير العملة الصعبة والقروض الميسرة والأراضي الرخيصة والحماية الجمركية، وغيرها من الحوافز، وهذا ربما يفسر السبب وراء توجه معظم الأقطار النامية نحو التوسع في الصناعات المعوضة عن الاستيراد، التي لا تتمتع في معظم الأحيان بأية ميزات نسبيه، في غالب الأحيان كانت الأسباب سياسية أكثر منها اقتصادية، ورغم أن هذه

السياسات أدت إلى زيادة مستويات التشغيل وتحسين أنماط توزيع الدخل، إلا أنهـا تسببت في تهميش وإضعاف القطاع الخاص، وبخاصة في الدول التي أممت فيهـا ممتلكات الخواص، كما أدت هذه السياسات إلى تبديد أو سوء استخدام جزء كبيـر من الموارد المادية والبشرية، واختلال هيكل التجارة الخارجية وتـضخم الجهـاز الإداري للدولة، و ظهور معدلات تشغيل مبالغ فيها تحت ظاهرة البطالة المقنعة.

ثانياً: الخصخصة والتحول الحادث في نظرية التنمية (الليبرالية والقطاع العام)

يمكننا أن نصف الهجمات التي تتالت على دولة الرفاهية من خلال انتقاد الكثير من النظريات للتوجه نحو القطاع العام بإعادة بعث الثقة في آليات السوق من أجـل تحديد الأسعار. وهذا ما جاءت به المدرسة الكلاسيكية الجديدة من خـلال تـسليط الضوء على تفسير الأداء الاقتصادي على المستوى الكلي، ودور الحـافز الفـردي الذي نادت به مدرسة اقتصاديات العرض، بالإضافة إلى التركيز علـى الـسياسات النقدية والرفض المطلق لسياسة التشغيل الكاملة كما جاء عند المدرسة النقدية.

كما أن نظرية حقوق الملكية قد ساهمت بدور كبير في إبراز فكرة الاستحقاقات النهائية كحافز للكفاءة، وظهر الجدل من قبل نظرية الاختيار العـام حـول فكـرة المجتمعية والجدل الجماعي.

1- النيوكلاسيك:

كما نعلم أن الفكر الكلاسيكي الجديد هو امتداد للأفكار الليبرالية في التحليل الاقتصادي، إلا أنه أكثر تجريداً وفردية، وقد أظهرت هذه النظرية العامـة عـداءً شديداً لتدخل الدولة في الاقتصاد، ومنذ صدورها عام 1936 كان روادها مـن أشـد المعارضين للنظرية الكنزية. [1] أما عن رواد هذه المدرسة فنجد كل مـن سـتانلي

1 - رمزي زكي: **الصراع الفكري والاجتماعي حول عجز الموازنة العامة في العالم الثالث**، سيناء للنشر، القاهرة، 1992، ص ص: 108-111

جوفنس Stanley Jevons وكارل منجر Carl Menger وليون فالراس Léon Walras، رواد كل من مدرسة كمبردج وفيينا ولوزان.[1]

1- ليون ولراس: اشتهر هذا المفكر بعدة أعمال، أشهرها: نظرية المبادلة والقيمة ونظرية حول التوازن العام، ففي الأولى يعتبر أن المبادلة تنشأ عن تداخل بين ظاهرة الندرة وظاهرة المنفعة، أو بمعنى آخر، فان الظاهرتين تلعبان دورا هاما في تحديد قيمة المادة، كما يرى أيضا أن المحيط الاقتصادي عبارة عن سوق كبيرة يتوسطه أو يسيره المنظمون الذين يشترون خدمات الإنتاج فلاحون ورأسماليون وعمال، أن من خلال هذا التعامل العفوي أو التلقائي لهذا النشاط يحدث التوازن العام.هذا بالطبع، من خلال تدخل محددات السوق والمتمثلة في العرض والطلب.

2- ستانلي جيفنس: يعتبر من النيوكلاسيك الحديين الثلاثة الذين دشنوا بدراستهم المدرسة الحدية. ولقد انتقد الكلاسيكيين الماركسيين في قولهم أن مصدر القيمة هو العمل

3- كارل منجر: اهتم هذا المفكر في دراساته التي صدرت في فيينا سنة 1871 بنظرية الخيرات ونظرية القيمة، فهو يرى أن الخيرات لا يمكن أن يكون لها وجود ملموس، إلا إذا قابلتها منفعة أو حاجة بشرية لها. ومن هذا المنطلق فهو يقسم الخيرات إلى قسمين: خيرات حرة مجانية كالهواء، وخيرات اقتصادية مرتبطة بالقيمة كالسلع. أما قيمة هذه الخيرات فتقاس حسب رأيه حسب درجة الأهمية التي يعطيها المستهلك.

وعلى العموم النظرية فالنيوكلاسيكية تنادي بضرورة إزالة الصور المختلفة لتدخل الحكومات في عوامل الإنتاج وعوامل السوق، إذ أن عدم أو تقليل تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي سيؤدي إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية، كما نادت هذه

---

1 – حسين عمر. **الموسوعة الاقتصادية**، دار الفكر العربي..ط4–القاهرة، (1412هـ)، ص:153.

النظرية إلى الاعتماد على آليات السوق أكثر في البلدان النامية، وهكـذا يمكـن أن نحكم على أن مضمون الخصخصة تترجمه رؤية التحليل النيوكلاسيكي في التوجه نحو تقليل حجم القطاع العام وإزالة القيود والسيطرة الحكومية، بتشجيع المنافسة والاعتماد على آليات الأسعار وقوى السوق في تخصيص الموارد.

2- النظرية النقدية (النقديون):

اعتبر أصحاب النظرية النقدية أن الأزمات والمشكلات التي يعاني منها النظام الرأسمالي تعود إلى الكينزية، وما ترتب عنها من سياسات اقتصادية، ويرى النقديون أن الحكومات لا تستطيع التحكم في التشغيل عن طريق الاستخدام الجيد للسياسة المالية والنقدية على عكس الكينزيين، إذ أن المستوى الحقيقي للبطالة (المتوسط) يتم تحديده عن طريق سوق العمل، وأن محاولة تدعيم البطالة من خلال (زيادة الأجور والإفراط في الإنفاق العام) تحت هذا المستوى تعتبر من قبل التضخم.[1]

فقد كانت أهم ملامح المدرسة النقدية ممثلة في أفكار ميلتون فريدمان: وهي التركيز الشديد على النقود والسياسة النقدية، معتمدة في ذلك على نظرية كمية النقود الكلاسيكية، فالنقوديون يركزون على تحقيق الاستقرار النقدي، وليس على هدف تحقيق التوظيف الكامل كما يركز على ذلك غيرهم.[2] وقد ركز النقديون على عدم الإفراط في عرض النقود، والقضاء على أهم مصادر هذا الإفراط والتي ما هي ــ في نظرهم ــ إلا نمو العجز في الميزانية العامة للدولة وهو العجز الذي تفاقم بسبب تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وتزايد الإنفاق الجاري في الخدمات

1 – سامي خليل، **النظريات والسياسات المالية والنقدية**، شركة كاظمة للنشر والتوزيع، الكويت، 1982، ص121.

2 -Milton Friedman: theory of monetary policy , (the American Economic Review), vol: 58, N 1 March 1968 , USA, 1968, pp: 1 , 7

الاجتماعية، وقد مول العجز من خلال الإصدار النقدي، وزيادة الضرائب على الدخل وزيادة الدين العام الداخلي، ويرى النقديون أنه لا يتم إصلاح ذلك جملة واحدة وإنما تدريجيا من خلال الخفض في الإنفاق العام بشقيه الجاري والاستثماري[1].

ووجهة نظرهم في الدولة القوية مهدت لظهور الخصخصة، فالدولة القوية هي التي تحرر المصالح الخاصة الرشيدة، وتنشط الدوافع الفردية وتحرر الأفراد من القيود البيروقراطية، وتهيئ المناخ للاستثمار، وتعزز الابتكار والتجديد من خلال خصخصة مناخ الاستثمار. [2]

لقد ارتبط اسم المدرسة النقدية بمؤسسها ماكس هوركهايمر (1895 ـ 1973) وزميله ثيودور ادورنو (1903-1969)، كما ارتبط اسمهما بمعهد البحث الاجتماعي بجامعة غوته بفرانكفورت، الذي اتخذ في ما بعد اسم مدرسة فرانكفورت، إضافة إلى أن هذه المدرسة اتخذت اتجاهات أخرى فلسفية واجتماعية على النحو التالي: [3]

أولا: اتجاه هوركهايمر وادورنو الذي تمثل بالمنهج النقدي الجدلي الذي يهدف الى توحيد النظرية بالممارسة العملية وتقديم نظرية نقدية للمجتمع تستطيع الوقوف امام فكرة التسلط، العنف وتسعى إلى جعل الفكر النقدي ليبراليا وغير ليبرالي في الوقت ذاته، وان لا تخجل من الصراع الاجتماعي الواقعي وان لا تبخل عن أية مهادنة، مع أية سلطة، ما دامت تهدف إلى الاستقلالية وإلى تحقيق سلطة الإنسان على حياته الذاتية، مثلما هي على الطبيعة.

1- أسامة محمد الفولي ومحمود شهاب: **مبادئ النقود والبنوك**، دار الجامعة الجديدة للنشر بالاسكندرية، مصر، 1998، ص:21.

2 - رمزي زكي: **الصراع الفكري والاجتماعي حول عجز الموازنة العامة في العالم الثالث**، مرجع سابق، ص: 30.

3 - عبد الله شحاتة خطاب: **دور الدولة و النظرية الاقتصادية**، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الإصلاح المؤسسي في مصر، شركاء التنمية للبحوث والاستشارات والتدريب، ، 2006، القاهرة.

ثانيا: اتجاه هربرت ماركوزة (1898 ــ 1984)، الـــذي تمثـــل فـــي رفـــض المجتمع القمعي القائم والثورة عليه من خلال تأكيده على الدور الحاسم والثـــوري للعقل في حياة الإنسان وعدم النظر إلى المجتمع من رؤية ذات بعد واحد.

ثالثا: (الاتجاه الفلسفي الانثروبولوجي) يورغن هبرماس (1929) وهو يؤكـــد على دراسة الرأسمالية المتـــأخرة كمجتمـــع صـــناعي عقلانـــي ذي أيديولوجيـــة تكنوقراطية، كما صاغها في نظريته في السلوك الاتصالي.

رابعا: (الاتجاه النفسي التحليلي) الذي يتمثل بآراء "ارك فـــروم" والفرويـــديين الجدد، وهو اتجاه يقوم على مقدمات ماركسية في التحليل النفسي.

مما سبق نلاحظ أن النظرية النقدية لمدرسة فرانكفـــورت اتخـــذت اتجاهـــات مختلفة، بسبب الخلفيات الاجتماعية لروادها، ومع ذلك فإن هنالك اتفاق يجمع بـــين روادها، مع اختلاف اتجاهاتهم، وهو نقدهم للمجتمع الصناعي الشمولي وما يفـــرزه من تناقضات، خاصة في ثقافة البرجوازية.

3- أصحاب نظرية "اقتصاد العرض":

وظهر أصحاب هذه النظرية كعودة الكلاسيكيين الجدد وهـــو تيـــار يـــرى بضرورة ضبط معدلات نمو عرض النقود، وتحجـــيم دور الدولـــة فـــي النـــشاط الاقتصادي وترك قوى السوق تتحكم فيه، وأكبر ما يميز اقتصاديات العرض هـــو التركيز على التفسير " الكلي " للأداء الاقتصادي ودور الحافز الفردي، وهم علـــى عكس ما جاء به " كينز" يعتمدون على ضرورة إنعاش العرض الكلي بدل الاعتماد على سياسة الطلب الكلي، على أساس أن زيادة الإنتاج (العـــرض) ســـتجر معهـــا الزيادة في الدخل، وتعمل على خلق طلب مساوي للزيادة في العرض ويرى أنصار نظرية اقتصاديات العرض أن زيادة العرض لا يمكن أن تتحقـــق إلا مـــن خـــلال المحافظة على حرية الأسواق وتقييد تدخل الدولة، وتهيئة مناخ الاستثمار لنشاطات الخواص، وتخفيض الضرائب كخطوة لتنمية الدوافع الخاصة.

وكانت فترة الثمانينيات قد شهدت ظهور هذا التيار عبر برنامج الإصلاح والعلاج الاقتصادي في كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية، حيث اقترح "فريدمان" على بريطانيا علاجا بالصدمات، فلجأت الحكومة إلى الخصخصة وقلصت القواعد الناظمة للاقتصاد.

إضافة إلى ما جاء به " ساي " عبر قانون المنافذ: على أن إجمالي العرض يخلق الطلب الخاص به، فبما أن الأغنياء هم الذين يدخرون، فهم مستعدون بقدر أكبر للاستثمار، شريطة إجراء تخفيضات كبيرة في الضرائب والحد من الإنفاق الحكومي، إذ يرى اقتصاديو العرض أن هناك عملية "طرد" وأنه يتعين تحديد الموارد اللازمة لدفع الإنتاج.[1]

4- نظرية حقوق الملكية:

بعد ما كانت نظرية حقوق الملكية قد عرفت عدة تحولات، فقد شكلت أفكار"روسو" التي صاغها في كتابه (العقد الاجتماعي) أكبر تحدٍ لحقوق الملكية، وقد عرفت عدة هجمات، إلا أن التاريخ الطويل لهذا التمرد لم يخل من دفاعات وجيهة عن حقوق الملكية والتي تمثلت في أفكار "جيرمي بنتام" و"جون ستوارت ميل" وغيرهم، أما عن جيرمي بنتام (1784–1832) فيرى أن هنالك نوعين من الليبرالية الفلسفية والسياسية، حيث أن الليبرالية الفلسفية هي الأكثر تجريداً من الليبرالية الفلسفية، كما أن نظرية المنفعة عنده فردية بالدرجة الأولى (إلا أنه أخذ بالحسبان البعد الاجتماعي لها).

وفي بداية النصف الثاني من القرن العشرين ظهرت العديد من التحليلات لحقوق الملكية من أهمها كتاب لـ " روانر " بعنوان (نظرية العدالة) [2].وأن أهم ما

1 – مصطفى رشدي شيحة: **علم الاقتصاد من خلال التحليل الجزئي**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1998، ص ص: 142-143.

2 – حازم الببلاوي: **الديمقراطية الليبرالية: قضايا ومشاكل**، رسائل النداء الجديد، مصر، د ت، ص: 18.

جاء في هذه السنوات الشروط التي أملتها الهيئات النقدية الدولية مثل صندوق النقد الدولي في إطار إعادة إصلاح الهياكل الاقتصادية واقتراح السياسات التي تؤدي إلى تخفيف أعباء المديونية.

ونظرية حقوق الملكية في حد ذاتها تشير إلى أن مالكي المؤسسات الخاصة يتمتعون باستحقاقات نهائية على أصول المؤسسات الخاصة، فتزداد الأرباح والمداخيل والثروات، عندما تنتج الأصول التي يمتلكونها السلع والخدمات التي يطلبها المستهلكون بتكاليف أقل من سعر السوق، كما أنهم يتعرضون لخسائر إذا ما تجاوزت تكاليف إنتاج السلع والخدمات أسعار السوق، ونتيجة لهذا تنخفض قيمة المؤسسة إضافة إلى انخفاض المداخيل لأصحاب المؤسسة.

وعموما فالملكية الخاصة وكما سنذكر في أجزاء هذا الفصل تثير حوافز نحو الكفاءة، وذلك عكس ما نجده في الملكية العامة، فعادة المخططات العامة لا تهتم كثيرا بالإخفاقات التي قد تحققها المؤسسات العمومية طالما أنها تبعث الإجراءات والتنظيمات المسيطرة لها مسبقاً، فالهدف الأخير من الوحدة أو المؤسسة العمومية يكون عاماً، أي تحقق رضا عامة الناس وليس ربح المؤسسة أو المرفق العام في حد ذاته.

5- نظرية الاختيار العام:

منذ بداية السبعينيات هاجم اقتصاديو " الاختيار العام " التمادي في الإنفاق العام والبيروقراطية العامة، وأكدوا على ضرورة الحد من نموها بشكل مفرط، ويمكننا اعتبار أن نظرية الاختيار العام تعتبر آخر النظريات التي ساعدت في تلاشي دولة الرفاهية. و نجد من أبرز روادها بيشنان **James McGill Buchanan** الاقتصادي الأمريكي صاحب جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1986 وذلك مقابل أعماله الخاصة بنظرية الاختيار العام.

ونظرية الاختيار العام تعني اتفاقا متزايدا باستمرار، يدعمه منتجون ومصالح شخصية، فالعسكريون يطالبون بالمزيد من الإنفاق وكذلك الساسة لأن هذا الإفراط في الإنفاق سوف يعود عليهم بالمنافع الخاصة، وعمليات تضخيم الميزانيات لا يكون الهدف منها دوما عاما وإنما يميل إلى تحقيق المصالح الشخصية، فالمديرون يمكنهم الاستحواذ على المال وعلى السلطة والمكانة الاجتماعية من خلال تحالفهم مع الموظفين النافذين في الإدارات المركزية لخلق جماعات المصالح الخاصة، وبهذا لم تعد عملية تضخيم الميزانيات وسيلة للوصول إلى الأهداف التي بنيت من أجلها هذه الميزانيات وإنما أصبحت غاية للوصول إلى تحقيق منافع خاصة. [1]

وقد أظهرت نظرية الاختيار العام الدور البيروقراطي في توسيع القطاع العام، وانتهت النظرية إلى أن الخروج من مأزق الاختيار العام، والإنفاق العام والبيروقراطية لن يتأتى إلا من خلال تشجيع المنافسة باعتبارها آلية مثلى لتعظيم الحرية الفردية، إضافة إلى أن معالجة مثل هذه التشوهات لا يتم إلا من خلال الإنتاج والتوزيع الفرديين.

وهكذا جاءت هذه الرؤى السابقة مجسدة للهجمة الليبرالية على دولة الرفاهية، ونوجز هذه الملامح فيما يلي: [2]

- خفض عجز الموازنة من خلال إجراء تخفيضات ضريبية كبيرة في مجال النفقات العامة الاجتماعية، وهو ما عملت على تنفيذه الكثير من البلدان النامية التي التزمت ببرامج التكييف الهيكلي مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.
- الحد من كمية النقود بواسطة تسطير سياسة نقدية محكمة وحازمة في التنفيذ.

1 -Norman Flynn: Public sector management ,fifth edition ,the first one in 1999, USA, p: 145.

2 – رمزي زكي: **الصراع الفكري والاجتماعي حول عجز الموازنة**، سينا للنشر، مصر، 1992، ص: 59

- تخفيض الضرائب على رؤوس الأموال وأرباح الشركات والمداخيل المرتفعة.
- تَبَنّي سياسات اقتصاد السوق، وترْك قوى السوق تعمل عملها والاعتماد على القطاع الخاص، مع تقليص دور الدولة الإنتاجي.

ثالثا: النظريات والآراء المعارضة للخصخصة:

1-مدخل لحجج أصحاب النظريات المعارضة للملكية الخاصة:

إن النظرية الاقتصادية حافلة بالحجج التي تبرر التدخل الحكومي في الاقتصاد، فإذا كانت المدرسة الكينيزية أو النيوكينيزية قد عارضت فكرة الحد الأدنى – لتدخل الدولة – على الرغم من إيمانها بمبادئ نظام السوق والمنافسة، فإن أدبيات الرفاهة الاقتصادية وخاصة مسألة الإخفاق السوقي قد سيطرت على النقاش الأكاديمي حول دور الدولة في الحياة الاقتصادية. والإخفاق السوقي يعرف بأنه الحالة التي يفشل فيها نظام السوق في تحقيق شروط الأمثلية لباريتو (Pareto) عند تخصيص الموارد، والوضع الأمثل لباريتو هو الوضع الذي إذا تم الوصول إليه لا يمكن إعادة تخصيص الموارد مرة أخرى بحيث يمكن تحسين وضع الأفراد دون الإضرار بأفراد آخرين.

وقد كان لكل من بول ساموليلسون وماسجريف دوراً كبيرا في بلورة ما يعرف بنظرية إخفاق السوق، وبصورة أكثر دقة فان مسألة الإخفاق السوقي في نظريات الرفاهة الاقتصادية تخص فكرة الكفاءة في تخصيص الموارد، أي أنها لا ترتبط بفكرة العدالة في التوزيع.

وهنالك أسباب إذا ما توافرت تؤدي إلى عدم الوصول إلى الوضع الأمثل لتخصيص الموارد هي غياب المنافسة في السوق والذي يعود إلى غياب عناصر

المنافسة التي قد تنتج عن خضوع الإنتاج لتزايد الغلة (تناقص التكلفة) ، إضافة إلى المؤثرات الخارجية التي قد تكون مفيدة أو مضرة بالوحدات اقتصادية (مستهلك أو منتج) نتيجة تصرفات قامت بها وحدات أخرى، و أخيرا السلع ذات الاستهلاك الواسع.[1]

ونعود لشرح حالة تناقص التكلفة كسبب للتدخل الحكومي، حيث أن التوازن الناجم عن حالة تناقص الغلة في ظل تطبيق مبادئ التسعير الحدي (وهو التسعير الذي يحقق الكفاءة) سوف يؤدي إلى خسارة للمنتج، حيث يكون منحنى التكلفة المتوسطة أعلى من منحنى التكلفة الحدية وهي حالة ما يعرف بالاحتكار الطبيعي.

أما عن مسالة المؤثرات الخارجية سواء الإيجابية منها أو السلبية والتي تمثل حالة من الأسواق غير الظاهرة، فإن السوق يفشل في تحقيق الكفاءة في الإنتاج في ظل وجود هذه الآثار، مما يتطلب التدخل من خلال آليات مختلفة كالدعم أو الضرائب أو حتى التدخل بالردع القانوني أو آليات أخرى تلجا لها الحكومات.

كما أن وجود ما يعرف بالسلع واسعة الاستهلاك تمثل هي الأخرى حالة من الحالات التي تستوجب التدخل الحكومي، حيث أن هذه السلع بطبيعتها لا تعمل على جذب القطاع الخاص لإنتاجها. فمن خصائصها أن جميع المستهلكين يشتركون في استهلاكها دون تحديد نصيب كل فرد على حده، كما أن التكلفة الحدية لتوفيرها للشخص الحدي تساوي صفراً، وهو ما يعني أن التسعير الحدي يقتضي أن تقدم السلعة أو الخدمة بدون مقابل.

2- المدرسة الماركسية ونظرتها للملكية الخاصة:

إن المتتبع للنسق النظري الذي قام ببنائه "كارل ماركس" يجده يختلف عن

---

1 - أحمد غنيم وعبدالله شحاته، "**المؤسسات والإصلاح الاقتصادي في مصر**"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الإصلاح المؤسسي في مصر، شركاء التنمية للبحوث والاستشارات والتدريب، 2006، القاهرة.

سابقيه من المفكرين حيث جاء في تنظيراته وطريقة عرضه فيما يتعلق بدراسة الاقتصاد السياسي مختلفا فقام بدراسة كل مرحلة من مراحل تطور المجتمع وانتقالها من شكل إلى شكل آخر ومن مجتمع إلى آخر ويفحص بالتفصيل النتائج التي تظهر في الحياة الاجتماعية... ويقيم الدليل على ضرورة النظم الاجتماعية المعينة للعلاقات الاجتماعية، ويستمد عناصره ومعطياته وبالتالي قوانينه من الدراسة العلمية الملموسة للواقع الاقتصادي والاجتماعي والفكري. من خلال تتبعه لحركة التاريخ، فمشروعه العلمي، يشكل قطيعة وخروجاً عما هو مألوف وعما كان يدور من نظريات وأفكار سابقة، وفي الوقت نفسه يقدر ويحترم كل الأفكار المطروحة وفي مختلف الظروف وهذا على حسب ما جاء به مؤيديه، وأفكاره ليست مجرد نظرية معرفية، وإنما تتضمن مواقف موضوعية كنظرية لتغيير الواقع تغيرا جذريا، ولإقامة واقع آخر يتخلص فيه الإنسان من استغلال أخيه الإنسان. ودراسته للاقتصاد السياسي ومشاركته في الأحداث الثورية في ألمانيا وفرنسا، اكتشف لأول مرة الدور التاريخي للبروليتاريا "العمال الصناعيين"، وتوصل إلى النتيجة القائلة إن كيفية الثورة الاجتماعية تتطلب ضرورة توحيد حركة الطبقة العاملة، ومن خلال تحليلاته للنظام الرأسمالي، الذي تحولت فيه "قوة عمل" الإنسان إلى بضاعة، حلل البضاعة "صنمية البضاعة" تمكن من خلالها وضع نظرية "فائض القيمة" الشهيرة التي تمثل حجر الزاوية في الاقتصاد السياسي الاشتراكي التي تكشف بوضوح عملية الاستغلال الرأسمالي، فهو قد ناقش النظريات الاقتصادية، التي وضعها كل من "آدم سميث" و"ريكاردو" وبخاصة نظرية "القيمة- العمل"، وأهميتها، حسب "ماركس" كونها أوضحت ولأول مرة أهمية الأساس الاقتصادي لنشاط الناس، كما بينا "سميث وريكاردو"، أن تطور المجتمع يرتكز إلى التفاعل الاقتصادي بين الناس، لكنهما، كونهما من المدافعين عن الرأسمالية، عملا على تبرير استغلال الرأسماليين للعمال، وصورا لهذا الاستغلال تفاعلا بين شريكين متكافئين في إطار علاقات السوق. أما الأرباح، فأعتبرها مكافئة للرأسمالي على

تنظيم الإنتاج وإدارته.

كما عالج ماركس مشكلة التبادل اللامتكافئ واعتبر في تفسيره للتجارة الدولية من الناحية التاريخية كمظهر من مظاهر التناقض بين قوة الإنتاج وعلاقات الإنتاج، أما عن مسألة الخصخصة والحرية الاقتصادية فيرى أنهما السبب المباشر في تردي الأوضاع المعيشية للطبقة المحرومة، وان عملية الإنتاج حسب "ماركس" هي الأساس الذي يحدد حجم وهيكل التجارة الدولية.

وحين نضع هذه المقدمات في دراسة وتتبع الفكر الليبرالي ودراسة تاريخ المذاهب الاقتصادية على اختلاف المراحل التاريخية التي مرت لكونها "الأفكار والنظريات والقوانين" قدمت منابع فكرية هامة للمجتمع البشري، الذي، ووفرت نظريات من خلالها نقوم بتحديد طبيعة الاقتصاد المتبع، ومعرفة نظام إنتاج الثروة المادية وتوزيعها على الطبقات والفئات الاجتماعية المختلفة، هذا بالإضافة إلى أن هذا التحديد يرتبط بمجموعة من العناصر المرتبطة بهذه القوانين "العلاقات الداخلية والترابط فيما بينها وبين الظواهر التاريخية وعلاقاتها بالنظام الإنتاجي" أي بمجموعة العلاقات البشرية أثناء عملية الإنتاج الاجتماعي، وفي خلق الثروة المادية وتوزيعها على الطبقات والأفراد، وعلاقتها بمالك وسائل الإنتاج في المجتمع.

المبحث الثاني

الإطار المحدد لمفهوم الخصخصة

أولاً: نشأتها

يرى "بيتر دراكر" أن الحكومة الكبيرة مترهلة أكثر من كونها قوية، أي أنها تتكلف الكثير ولا تنجز الكثير، والغرض من الحكومة (أن تحكم وتقدم خيارات أساسية، وتقوم بصنع هذه القدرات) وأن هذا الدور لا يتناسب مع التوسع في امتلاك مجال الأعمال، ومن ثم فإن الجمع بين الحكم والأعمال يعوق القدرة على صنع القرارات.

وتوصل كذلك إلى ضرورة الفصل بين الدورين، فكل وظيفة لها ممارستها وأهدافها ولها مجال من حرية التصرف والاستقلالية، وقد استخدم "بيتر دراكر" مصطلح خصخصة privatization لهذه العملية في عام 1969[1]، و باعتبار أننا نسلم بأن أول من استعمل مصطلح الخصخصة هو "بيتر دراكر" وذلك في التاريخ المذكور أعلاه فإننا سنميز بين فترتين قبل السبعينيات وبعدها.

1- الخصخصة قبل السبعينيات:

يمكننا إرجاع فكرة الخصخصة دون استعمال المصطلح، والتي تهدف إلى التحول نحو نمط الإنتاج الخاص إلى ابن خلدون، وقد تكلم عن أهمية قيام الخواص بالإنتاج فقد أنكر على الدولة القيام بأعمال هي من صميم القطاع الخاص، وقد أفرد عنواناً خاصاً "... في أن التجارة من السلطان مضرة بالراعية ومفسدة للجبايا.."[2].

1- Peter Druker: the age of discontinuity: guidelines to our changing society, Heinemann,USA, 1969, p p: 219_225.

2 – ابن خلدون عبد الرحمان: **المقدمة**، (تحقيق حامد عمار)، دار الفجر، مصر، 2004، ص:271.

ورأى أن مزاحمة الدولة للرعية تؤدي إلى ظهور اختلال السوق، وتعوق الاستثمار الخاص لسببين:

الأول: عجز الأفراد عن مسايرة الدولة لعدم التكافؤ بينهما، فالدولة عادة ما تلجأ إلى مزايا السلطة العمومية، والسوق لا تنجح إلا إذا توافر قدر من المساواة والتنافس بين المتداخلين.

الثاني: قد تتعرض رؤوس أموال الأفراد إلى التآكل نتيجة لعدم استثمارها، ونتيجة لمزاحمة الدولة للأفراد وبذلك يتراجع النشاط الاقتصادي للأفراد، ومحصلة ذلك تتمثل في أن " الراعيا إذا قعدوا عن تثمير أموالهم بالفلاحة والتجارة، نقصت وتلاشت بالنفقات وكان فيها تلاف أحوالهم " [1].

وفي نظره أن أرباح الاستثمارات (المؤسسات) في هذه الحالة تكون من عوائد الجباية، فهذا الأسلوب فشل في علاج العجز الذي قد ينجم في الميزانية العامة للدولة، فالدولة لا تقدر على استثمار الموارد استثماراً أمثلاً.

فنجد أنه " إذا قايس بين ما يحصل عليه من الجباية وبين هذه الأرباح القليلة، وجدناها بالنسبة إلى الجباية أقل من القليل. ثم أنه لو كان مفيداً فيذهب له بحظ عظيم من الجباية فيما يعانيه من شراء أو بيع "[2].

وذهب آدم سميث 1776 لتدعيم فكرة الاعتماد على قوى السوق، والمبادرة الفردية، وذلك من أجل التخصيص وتقسيم العمل، وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية على المستوى الكلي أو الجزئي.

وقد بدأت تترامى أفكار لتطبيق فكرة الخصخصة، فعرفت اليابان بيع الكثير من المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص وذلك في التسعينات من القرن التاسع

---

1 – نفس المرجع السابق، ص:272.

2 – نفس المرجع السابق، ص:282

عشر، كما صاحبتها حالات مماثلة في كل من الأرجنتين والبيرو.

وشهدت بدايات النصف الثاني من القرن العشرين محاولة ألمانيا لتحقيق سياسة الخصخصة 1959(ــ1956) وقد سبقتها محاولة بريطانيا عام 1951 [1]، و تعرضت الأرجنتين لتجربة خصخصة اضطرارية حيث باعت مؤسسة للنقل البري.

ومن الملاحظ أنه ولحد هذا التاريخ (السبعينيات) لم تكن قد ظهرت الخصخصة كمصطلح يحظى بهذا الاهتمام أو كظاهرة موجهة أيديولوجيا، فالسؤال المطروح متى كان ذلك؟ وهو ما يجيب عنه الجزء الموالي.

2- الخصخصة بعد السبعينيات:

بدأ مصطلح الخصخصة يتردد بمفهومه الحالي والدقيق ابتداءً من الثلاثة عقود الأخيرة للقرن السابق، وأصبح هذا المصطلح يتردد كثيراً في أروقة حزب المحافظين البريطانيين عام 1970، ففي عهد حكومة " Heath " هيث نشر المكتب المركزي للمحافظين دراسة أجراها "هويل"، ووضع فيها تصورا مقنعاً لحكومة أصغر، وإزالة البيروقراطية عن طريق تحويل الوظائف والنشاطات العامة عن القطاع العام [2].

و أصبحت هذه الظاهرة تواكب الإصلاحات الاقتصادية في مختلف بلدان العالم حتى أصبحت سبيلاً من سبل الإصلاح الاقتصادي والتثبيت الهيكلي التي تبنتها الدول النامية خاصة، وذلك بالتعاون مع الهيئات الاقتصادية والمالية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وجراء هذه التطورات ظهرت العديد من التعريفات التي تهدف إلى توضيح مفهوم الخصخصة، وهذا ما سيجيب عنه الجزء الموالي.

---

1 – السيد عبد المولى: **المالية العامة المصرية: دراسة الاقتصاد العام لمصر**، دار النهضة، مصر، 1990، ص: 43.

2- David Howell:A new style of government , without Ed , London, 1970, p:34

ثانياً: ماهية الخصخصة كثرت تعريفات الخصخصة وتباينت من دارس لآخر، فاختلفت التوجهات في تعريفها فمنهم من عرفها على المستوى الجزئي أو على المستوى الجزئي إضافة إلى من عرفها من جانب أنها عملية لإصلاح إخفاق القطاع العام حيث يحل محله القطاع الخاص أو أنها عملية تهدف إلى إعادة النظر هيكلة دور الدولة في النشاط الاقتصادي وجاءت هذه التوجهات على النحو الآتي:

1- على أساس أنها نقل الملكية:

تم تعريف الخصخصة على أنها: عملية تنازل عن الأصول العمومية أي البيع لصالح العمال والأجراء أو المستثمرين المحليين، وقد تكون جزئية أو كلية [1].

ومن الملاحظ أن هذا التعريف نظر للخصخصة أنها مجرد تنازل عن المؤسسات العمومية لصالح فئات مختلفة، كما أنها قد تكون جزئية أو كلية أو في شكل بيع أسهم أو تأجير، أو قد تكون تحويلا للملكية إدارة أو إيجارا أو مشاركة أو شراء كما جاء في التعريف الآتي:" تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص، إدارة أو إيجاراً أو مشاركة أو بيعا وشراء في ما يتبع الدولة أو تنهض به أو تهيمن عليه، في قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة أو مجال الخدمات العامة"[2] .

ومن الملاحظ قصور هذه التعريفات في الإحاطة بكل أبعاد وأغراض الخصخصة والنظر لها على أنها مجرد تحويل ملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، كما نلاحظ أن هذا النوع من التعريفات يحمل في طياته وجوب التخلي الكلي عن القطاع العام وترك الباب مفتوحا أمام القطاع الخاص للتصرف في كل جميع أوجه النشاط الاقتصادي.

---

1 - Xavier Denis et Jean Petit: Les privatisions, Ed: Montchrestien, France, 1998, P:06.

2 – مصطفى محمد العبد: **التصحيحات الهيكلية والتحول الى اقتصاد السوق في البلدان العربية**، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1999، ص:47.

2-على أساس أنها مجموعة من السياسات:

هناك من يرى أن الخصخصة هي سياسة متكاملة أو مجموعة من السياسات وليست مجرد عملية تحويل الملكية من العام إلى الخاص:

" أن مفهوم الخصخصة لا يقتصر على ما ارتبط به في أذهان الكثير وهو بيع وحدات القطاع العام، و لكن يتسع هذا المفهوم ليشمل مجموعة السياسات المتكاملة الهادفة التي تحقق التنمية للمجتمع وذلك بفكر ومبادئ القطاع الخاص وآليات السوق والتخلص من القيود والمعوقات التي يتميز بها عمل القطاع المملوك للدولة " [1]

كما عرفت على أنها «.. مجموعة من السياسات المتكاملة التي تستهدف الاعتماد الأكبر على آليات السوق، ومبادرات القطاع الخاص، والمنافسة من أجل تحقيق أهداف التنمية والعدالة الاجتماعية "[2]، نرى بأن هذا التعريف يهتم بالخصخصة من الجانب الكلي فهي حسبه مجموعة من السياسات أي أنه لا يهتم بالتقنية التي تحول بواسطتها الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص فقط وإنما هي مجموعة سياسات متكاملة، أي النظر لما قبل الخصخصة حيث التحضير لها والإلمام بكل الشروط لنجاحها وتحديد أهدافها، ثم بعد تنفيذها القيام بقياس مدى تحقيق تلك الأهداف.

وعرفت الخصخصة كذلك بأنها: " مجموعة سياسات متكاملة لا يقتصر هدفها على فكرة بيع وحدات القطاع العام بل أوسع نطاقا وأعمق مضموناً، أنها ترمي إلى إذكاء روح المنافسة من خلال الاعتماد على آليات السوق وحرية الإدارة وسرعة اتخاذ القرار والقدرة على المبادرة في الأسواق الداخلية ".[3]

---

1 – صلاح عباس: **التطورات المعاصرة للمرافق العامة الاقتصادية**، ط 1، المكتبة العامة لجامعة الكويت، الكويت، 1999، ص ص: 12 – 13.

2 – محمد صديق عفيفي: **التخصيصية لماذا ؟ وكيف**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 25، فبراير 1993، مصر، 1993، ص: 5.

3– نشرة بنك الإسكندرية، **الخصخصة والإصلاح الاقتصادي**، المجلد 25، القاهرة، 1993، ص: 20.

بالرغم من أن هذا التعريف يصب في نفس توجه التعريفات السابقة إلا أنه يضيف فكرة أن الخصخصة تعمل على خلق المنافسة لأن كل من هذه المؤسسات تسعى إلى تحقيق أرباح وإيجاد مكان لها داخل السوق، كما أنه ينادي بضرورة حرية الإدارة.

وتعريف آخرا ينظر لها على أنها " سياسة للتحرير الاقتصادي فعرفها على أنها " سياسة للتحرر الاقتصادي من خلال الاعتماد على آليات السوق (العرض والطلب) عن طريق بيع بعض أو كل وحدات القطاع العام من أجل تطوير الأعمال، وذلك من خلال التحويل من النظام الشمولي إلى نظام السوق، وفتح أسواق جديدة محليا وخارجيا، والاهتمام بجودة المنتجات وتطويرها من أجل أهداف التنمية الاقتصادية ".[1]

كما أن برنامج الأمم المتحدة للتنمية PNUD نظر إليها على أساس أنها " لإخضاع عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية في المشروعات لقوى السوق وفقاً لهدف الربحية "[2]

إن التعريفين الأخيرين يجسدان فكرة النظر إلى الخصخصة بأنها تهدف إلى تطبيق آليات السوق ، وتهدف عموما كل التعريفات السابقة إلى الميول أو الرغبة في التوجه إلى اقتصاد السوق من أجل تطوير الإنتاج وذلك تحت قيد الوصول إلى الأهداف الإنمائية المواكبة للنظام العالمي الجديد.

1- محمود وهبة: **الرأسمالية الجديدة وبيع الشركات للأجانب**، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 1994، ص: 21.

2 - عمر عبد الحي صالح البيلي: **الآثار الاقتصادية للخصخصة**، مجلة البحوث التجارية المعاصرة بجامعة جنوب الوادي، عدد 8، جويلية 1998، مصر ، 1998، ص:341.

3- من جانب أنها رفع للكفاءة:

الخصخصة هي: " العمل على رفع كفاءة الإدارة وتشغيل المشروعات العامة من خلال تطبيق آليات وقوى السوق والقضاء على التعقيدات الروتينية والبيروقراطية في الأداء "[1]

وكتب آخر أن الخصخصة تؤدي في معظم الحالات إلى رفع الكفاءة الإنتاجية وزيادة فعالية التشغيل والإدارة" [2]

وفي تعريف آخر الخصخصة هي " تملك القطاع الخاص وحدات الإنتاج المملوكة للدولة بهدف رفع كفاءة أداء هذه الوحدات" [3]

وعرفها كذلك الدكتور "رمزي زكي" بأنها " زيادة رفع كفاءة إدارة وتشغيل المشروعات العامة من خلال الاعتماد على آليات السوق والتخلص من الترتيبات البيروقراطية ".[4]

4- تعاريف تنظر للخصخصة من جانب فشل القطاع العام:

تعريف 1: " الخصخصة هي تصفية وحدات القطاع العام التي ثبت فشلها وعدم صلاحيتها للاستمرار لعدم توافر جدوى اقتصادية منها" [5]

1- عبد الحميد صديق عبد البر: **التحليل الاقتصادي لبرنامج الخصخصة المصري**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة بجامعة عين شمس، العدد الثاني، القاهرة 1998، ص: 342.

2- عبد الله يحي المعلمي: **آفاق التحول للقطاع الخاص**، مؤتمر مساهمة القطاع الخاص في التنمية بالرياض 11 ديسمبر 1998، السعودية، 1999، ص: 42.

3- حسنين محمود: **التخصيصية: السياسة العربية بشأنها ودواعيها** , دار سعاد الصباح، الكويت، 1993، ص: 21

4 – رمزي زكي:**الخصخصة والإصلاح الاقتصادي في مصر** , المجلة العربية للتنمية والتخطيط المعهد القومي للتخطيط، المجلد الثاني، العدد الأول، مصر، 1994، ص: 194.

5- سامي عفيفي حاتم: **الخبرة الدولية في الخصخصة** , دار العلم للطباعة، مصر، 1994، ص: 19

تعريف 2: "الخصخصة في مفهومها البسيط تعني تحويل الملكية العامة إلى ملكية خاصة باستبعاد رأس المال العام، وهي عكس التأميم الذي يعني مصادرة الملكيات الخاصة لصالح الدولة"[1].

5- تعاريف تنظر للخصخصة على أنها آلية لإعادة هيكلة الاقتصاد:

تعريف 1: الخصخصة هي ".. الآلية الجوهرية لعملية إعادة هيكلة الاقتصاد القومي بأسلوب تحويلي من خلال تغيير نمط الملكية العامة إلى الملكية الخاصة وفقا لخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في ضوء مجموعة من السياسات الاقتصادية التي تعتمد على آليات الأسواق لتنشيط المنافسة وتطوير الكفاءة وزيادة الإنتاجية والحد من البيروقراطية وتحقيق الأعباء المالية لزيادة معدلات النمو الاقتصادي من أجل تحقيق الرفاهية الاقتصادية......."[2]

تعريف 2: يرى بأن الخصخصة هي " إعادة هيكلة دور الدولة في النشاط الاقتصادي ونقل حقوق الملكية من الدولة إلى القطاع الخاص عن طريق نقل ملكية المشروعات المملوكة للدولة إلى المؤسسات الخاصة للأفراد."[3]

وهناك من يرى أنه عند تعريف الخصخصة يجب أن توضع قائمة من الأنشطة مثل ما هو الأمر عند "بيتر وكاترين"، فقد قاما بوضع قائمة من الأنشطة يمكن من خلالها وضع تعريف للخصخصة ؛ تتضمن ما يلي: [4]

- بيع الأصول العامة.

---

1 – احمد جمال الدين موسى: **الخصخصة ضغوط خارجية أم دوافع داخلية**، مجلة العربي، أوت 1993، الكويت، 1993، ص ص:183.

2 – عزت ملوك قناوي: **الأبعاد الاقتصادية للخصخصة**، مجلة مصر المعاصر ة الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، عدد جانفي/ ابريل 2001, مصر , 2001، ص: 11.

3 – جمال أبو الفتوح محمد أبو الخير: **أثر الخصخصة علي علاقة العمل دراسة مقارنة بين القانونيين الفرنسي والمصري** , دار النهضة العربية، مصر، 2006، ص: 12.

4 - Jackson peter & price Catherine M: Privalisation and regulation, A review of the issues Longman Group Limited , Malysia , 1994 , P:17.

- المشاركة في رأس المال.

- فتح المحاولات الاحتكارية العمومية أمام المنافسة الواسعة.

- التعاقد الخارجي.

- قيام القطاع العام بتقديم الخدمات العمومية.

- تخفيض الإعانات والزيادات المباشرة أو الضمنية.

ومن المفيد التذكير بأن الخصخصة لم تأت لتتادي بإنهاء دور الدولة الاقتصادي، فالمعروف أن القطاع الخاص لا يمكنه العمل دون تدخل الدولة في مجال التشريع والمساعدة في تخصيص الموارد وتحفيز الاستثمار، فالإطار التشريعي والقانوني لقيام القطاع الخاص بالدور المطلوب منه إنما يأتي من خلال دور الدولة..[1]

بالنظر للتعريفات السابقة فإنه يصعب تحديد مفهوم أو صياغة تعريف للخصخصة يخلو من النقائض، فالخصخصة تعد مفهوما نسبيا إذ يعتمد في تفسيره على الشكل الذي تتخذه العملية، فهي لا تقتصر على فكرة بيع أو تأجير أو إسناد إدارة المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، ولكنها تلعب الدور الرئيسي في مرحلة التحول من أجل تحقيق أهداف التنمية، وبالتالي فيجب أن يراعى في تعريفها الكثير من المفاهيم وأهمها:

- تحويل ملكية بعض المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص من أجل الترشيد الاقتصادي ورفع الكفاءة.

- توسيع نطاق المنافسة داخل البيئة الاقتصادية (إنتاج وتسويق كافة السلع والخدمات) أو بمعنى آخر تحرير السوق من الاحتكارات العمومية والخاصة.

1 – خالد واصف الوزاني وغالب عوض صالح:**الخصخصة وملكية الدولة:نحو معايير لمقارنة الأداء في حالة الأردن**، مجلة دراسات مستقبلية بمركز الدراسات المستقبلية بجامعة أسيوط، العدد السابع يناير 2003، مصر، 2003، ص:61

- إعادة هيكلة المؤسسات العمومية التي تعاني من خسائر مزمنة أو من اختلال في هياكلها التمويلية وذلك قبل خصخصتها.

- البيع أو التنازل النهائي عن المؤسسات العمومية التي يثبت عدم صلاحيتها للاستمرار.

- تنشيط وتطوير سوق رأس المال بغرض تسهيل بيع المؤسسات العمومية المراد خصخصتها إلى القطاع الخاص عن طريق تداول الأسهم، وهو بيت القصيد في بحثنا هذا، أي دراسة كيف تتم الخصخصة عن طريق أسواق رأس المال.؟

بالإضافة إلى أن الخصخصة في الكثير من الأحيان لم تكن اختيار وإنما كانت لها أسباب، فما هي هذه الأسباب التي أدت بالكثير من الحكومات إلى اتباع سياسات الخصخصة ؟

ثالثاً: أسباب الخصخصة ودوافعها:

إن الحديث عن الخصخصة أو اللجوء إليها ليست لكونها أسلوب أو وسيلة فقط أو هدفاً وغاية في حد ذاتها، وإنما بوصفها ضرورة تنموية تمليها ظروف ومعطيات محددة، وليست بأي حال توجهاً عقائدياً ملزماً، فالسبب الرئيسي للاتجاه نحو الخصخصة لا يكمن في مجرد التركيز الشديد للقطاع العمومي وسيطرته على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي، وإنما في أسلوب وطريقة عمله وعدم تحقيق الكفاءة التي تتناسب والأموال الطائلة المستثمرة الأمر الذي يؤدي إلى إثارة الكثير من الشكوك، بالإضافة إلى عدم تحقيق الدور المأمول من القطاع العام خصوصاً فيما يتعلق بمعدلات العائد والربحية الاقتصادية وعدم الوصول إلى أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة التي أنشأ من أجلها.

وقد أدى عدم الكفاءة الاقتصادية والمستوى المتدني للأداء، وتحقيق الخسائر في الكثير من مؤسسات القطاع العمومي إلى خلق عبأ على ميزانيات الدول، مما زاد

من الاهتمام بالتحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، خاصة بعد التدهور الذي طرأ على البيئة الاقتصادية العالمية.[1]

إلا أنه ورغم عدم الكفاءة الاقتصادية للقطاع العمومي والتي تعتبر من بين الأسباب الرئيسة للاتجاه نحو لخصخصة، فإن ذلك لا يعني إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي، خاصة في الدول النامية، حيث أنها تتميز بضعف القطاع الخاص وضيق السوق المحلية، ووجود مناخ مناسب لتشجيع الاحتكار مع انخفاض قدرة عناصر الإنتاج عن التنقل.[2]

ومن جانب الهيئات المالية والنقدية الدولية فقد ظهرت الخصخصة ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي للدول النامية إلا أن حكومات تلك الدول ازدادت قناعة لتطبيقها.

و رغم أن أسباب الخصخصة والدوافع لتطبيقها لا تكاد تختلف كثيرا في الدول النامية إلا أن هناك توجهات في تقسيمها.

فقد قسمت إلى أسباب اقتصادية وسياسية وقانونية واجتماعية، كما قسمها آخر إلى دوافع خارجة عن نطاق تحكم المؤسسات العمومية وأخرى داخلة في نطاق تحكم المؤسسات العمومية.

1- التقسيم الأول (التوجه الأول): [3]

أ- الدوافع الاقتصادية: إن التوجه نحو الخصخصة والتخلص من وحدات

1- سعيد النجار , **التخصيصية والتصحيحات الهيكلية،** مطابع الأهرام التجارية، ندوة مشتركة بين صندوق النقد العربي وهيئات دولية أخرى بأبوظبي من 5 إلى 7 ديسمبر، مصر، 1989، ص: 18

2- المرجع السابق , ص: 19.

3 - أحمد ماهر: **دليل المدير في الخصخصة** , الدار الجامعية , مصر ,2003 , ص ص: 27-31.

القطاع العمومي أدى إلى تزايد المنافسة مما يعمل على رفع معدلات الأداء ومستوى الجودة وتخفيض الأسعار على حد سواء، ولعل المعدلات التي تشير إلى ضعف القطاع العمومي خصوصا في الدول النامية هي انتشار البطالة وارتفاع معدلات التضخم والعجز في الميزانية وهذا ما يبرهن على أن القطاع العمومي عجز عن تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، هذا بالإضافة إلى أن القطاع العمومي عجز في إعادة توزيع الدخول من طبقات المجتمع توزيعا عادلا، إلا أن الحلول السهلة المتبعة لا تأتي كلها كتوظيف العاملين بدون حاجة والذي يثقل كاهل الميزانية العامة للدولة فتلجأ الدولة إلى الخصخصة وبالتالي تسريح العمال وهذا يعتبر من السلبيات وسنعود له لاحقاً، وبالإضافة إلى أنه قد ثبت أن الإدارة الحكومية لا تكون ذات كفاءة عالية عند إدارة المؤسسات الاقتصادية. [1]

ب- الدوافع المالية: أن الأعباء المالية الكثيرة الملقاة على عاتق الدولة يتحتم التخفيض منها قدر الإمكان، ولا يمكن ذلك من خلال تخلي الدولة عن الخدمات العمومية وترك القطاع الخاص يقوم بها ويتحمل التكلفة مستهلكيها، لذلك فإن برامج الخصخصة تهدف إلى تحقيق الاتفاق العام على الدولة، والتخلص من التدفقات التي تمنح كقروض لإنقاذ العجز المالي للمؤسسات العمومية الفاشلة. كما أن الخصخصة يمكن أن تصبح مصدرا تمويليا جديدا وذلك من خلال بيع المؤسسات العمومية للقطاع الخاص.

ج- الدوافع السياسية والقانونية: تؤدي الخصخصة إلى القضاء على الشعارات السياسية التي يميل البيروقراطيين إلى استعمالها، ففي ظل القطاع العام يعمل الكثير من السياسيين على إبراز انجازات شخصية لتحقيق مكاسب من وراء ذلك، فقد يعرضون سلعا وخدمات بأسعار غير حقيقية من أجل استعطاف الجمهور كأن تكون لأغراض

---

1 – علي درويش الشمال وآخرون: **الخصخصة في الأردن وتونس** , المجلة العلمية كلية التجارة بنين بجامعة الأزهر، عدد 27، القاهرة، 2002، ص:208.

انتخابية، مما يؤدي إلى ظهور مشاكل اقتصادية طويلة الأجل بالرغم من نجاحهم السياسي، ففي ظل الخصخصة يتحرر القرار الإداري من سيطرة الأجهزة الحكومية، وهذا لا يعني الإخلال بمكانة الدولة فهي لا تزال موجودة من خلال إشرافها المباشر على سن التشريعات، والإشراف على الهيكل العام للاقتصاد.

ولأسباب سياسية يمكن أن تترك الدولة مجالا للتراجع عن خصخصة بعض المؤسسات من خلال ما يسمى بالسهم الذهبي حيث يعطيها الحق في مراجعة قرارات مجلس الإدارة للمؤسسة التي تمت خصخصتها حتى تضمن حقوق المستهلكين والعاملين والمجتمع.

وتم استخدام هذه الطريقة في كل من إنجلترا وفرنسا وماليزيا.[1]

د- الدوافع الاجتماعية: قد تجسد الخصخصة المزيد من الحرية الشخصية، وخلق الحافز الشخصي من أجل تطوير الإنتاج وذلك ما يؤدي إلى الاهتمام أكثر بالنشاط الاقتصادي فبذلك تقل صور التلاعب واللامبالاة الناتجة عن تصرفات العمال الذين لم يكونوا يحافظوا على المال العام.

2- التقسيم الثاني (التوجه الثاني):

يعتمد في هذا التقسيم إلى التمييز بين دوافع خارج نطاق تحكم المؤسسة العمومية وأخرى داخل نطاق تحكم المؤسسات العمومية.

أ- الأسباب الخارجية:

- صدور القرارات الاقتصادية والتي قد تؤثر على أداء بعض المؤسسات مثل قوانين الاستيراد والقرارات الحكومية والإعفاءات الجمركية.

---

1 -عبد الله سالم: **الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة** , الهيئة العامة لشئون مطابع الأميرية , مصر , 1996 , ص: 131.

- الاختلالات غير المتوقعة في سعر الصرف مما يؤدي إلى تحمل الخسائر.
- ارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج كتكاليف الكهرباء والمنتجات البترولية.
- عدم وجود الصناعات المغذية للصناعات الأم.
- تحديد أسعار بعض المنتجات رغم ارتفاع تكاليف الإنتاج.
- رفع بعض الشركات الأخرى للكفاءة الفنية والإدارية اللازمة.

ب- الأسباب الداخلية:

- ضعف النشاط التسويقي داخل المؤسسة وعدم الاهتمام بجودة المنتجات وأذواق المستهلكين.
- وجود طاقات عاطلة.
- ارتفاع المعروضات الإدارية نتيجة الزيادة في العمالة الإدارية عن التقنية في بعض المؤسسات.
- احتلال الهياكل التمويلية.
- التأخر في تنفيذ المشروعات في آجالها المحددة.
- البطء في تحصيل المستحقات الموجودة لدى الغير، وإتباع سياسة البيع الآجل دون دراسة جيدة.

و نرى أن الأسباب التي أدت إلى الخصخصة أو إلى تبني سياسات الخصخصة تبدو متشابهة خصوصا في الدول النامية، إلا أنه يمكننا التمييز بين الأسباب الاقتصادية المذكورة أعلاه والأسباب السياسية والتي جاءت نتاجاً لانهيار النظام الاشتراكي وظهور الأحادية القطبية بزعامة الولايات المتحدة الأمريكية مما أعطى نفساً جديداً للرأسمالية وتألقاً أكبر للعولمة، إضافةً إلى دور المؤسسات المالية الدولية من اجل بلوغ مرادها من خلال فرض شروط إضافية على الدول النامية التي تتعثر في تسيد ديونها في الآجال المحددة، و نعود الآن للقول أنه بالرغم من الاختلاف بين المهتمين بموضوع الخصخصة إلا أنهم يتفقون في النقاط الآتية:

- الكساد الذي ساد في أواخر الثمانينيات وبداية التسعينيات، والذي أدى إلى عدم قدرة الدول النامية على الاستمرار في سياسة الدعم، فبالإضافة إلى زيادة اتجاه الدول المتقدمة إلى تخفيض المساعدات للدول النامية.

- ضرورة ترك الحرية للمؤسسات الاقتصادية خصوصا ذات الطابع التجاري منها وذلك لكي تعمل في التوجه نحو المنافسة حتى تتمكن من البقاء في السوق أو الاضمحلال، وبالتالي مقاومة المنافسة العالمية الشرسة.

- ارتفاع تكاليف الإنتاج والتكاليف الاستثمارية.

- العجز المتزايد في ميزانيات الدول النامية مما أدى إلى تفاقم حجم المديونية في الكثير من دول العالم الثالث، خصوصاً وأن ارتفاع حجم المديونية لا يقابله الزيادة في الاستثمارات.

- الحاجة إلى بعض المؤشرات الاقتصادية والتي تعتبر مقياس للحالة الاقتصادية مثل تخفيض معدل البطالة، رفع معدل النمو الاقتصادي.

- فشل نظام التخطيط وذلك نتيجة لانهيار الاشتراكية في الكثير من الدول مما أدى إلى تدهور الأداء الإقتصادي.

- بالإضافة إلى أن اللجوء للخصخصة في الكثير من الأحيان يكون شرطاً من شروط الهيئات الدولية كصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ومنظمة التجارة العالمية، خصوصا وأن ذلك يكون من بين الشروط عند مفاوضات إعادة جدولة الديون.

المبحث الثالث

أهداف الخصخصة، شروط نجاحها وآثارها

أولاً: أهداف إستراتيجية الخصخصة

من خلال الكثير من الكتابات المتعلقة بالخصخصة تبين أن هناك خلط كبير بين الأهداف والأسباب والمبررات حيث وردت العديد من العناصر معنونة بالأهداف في بعض الدراسات، كما وردت نفس العناصر معنونة بأسباب الخصخصة أو مبرراتها، والأمر لا يتعلق بالتناقض أو الاختلاف الجوهري وإنما قد تكون دوافع الخصخصة بمثابة مبررات أو أهداف وغايات وفيما يلي أهم أهداف الخصخصة:

1- إعادة توزيع الأدوار بين القطاعين الخاص والعام في إدارة الاقتصاد:

يجب أن يتم تقليص دور الحكومة في النشاط الاقتصادي، والانسحاب تدريجياً من بعض النشاطات الاقتصادية، والتأكيد على دور الدولة في إدارة الاقتصاد، وإعادة توزيع الأدوار بين القطاعين العام والخاص تؤدى في نهاية الأمر إلى تحسين مستوى الرفاه الاقتصادي [1]

2- رفع الكفاءة وتحسين أداء المؤسسات الاقتصادية:

أن رفع الكفاءة الاقتصادية عن طريق خصخصة المؤسسات العمومية يعتبر هدفاً أساسياً لبرامج الإصلاح الاقتصادي، حيث أن الكفاءة الاقتصادية هذه تتعلق بكفاءة الإنتاج أو كفاءة العملية في حد ذاتها، و لا تتحقق هذه الكفاءة إلا بكفاءة

---

1 – عبد الله يحي المعلمي: **أفاق التحويل للقطاع الخاص**، مؤتمر مساهمة القطاع الخاص في التنمية بالرياض، 11ديسمبر1988، المملكة العربية السعودية, 1999 , ص: 42.

تخصيص الموارد حيث تعكس الأسعار النسبية للموارد قيمتها الحقيقية، فكلما قلت التكاليف وتحسنت جودة المتوج يرتفع مستوى الكفاءة الإنتاجية خاصةً، و قد بينت بعض الدراسات أنه في الكثير من

التجارب الواقعية أدت الخصخصة إلى رفع الكفاءة [1]، و في الأصل فإن عملية الخصخصة جاءت من اجل رفع الكفاءة التي يعاني من تدنيها القطاع العام في الدول النامية، فالمؤسسة الخاصة تسعى إلى تعظيم أرباحها والتقليل من تكاليفها، و تستغل مواردها استغلالاً امثلاً.

3- ترشيد صرف المال العام وخفض العجز المالي للحكومة:

إن تقليص الدعم والمساعدات أو القروض الممنوحة للمؤسسات العمومية ينتج عنه تخفيض العبء المالي عن الدولة، حيث يتحقق هذا مباشرة عقب الخصخصة نتيجة للتحصيل الفوري من بيع المؤسسات العمومية، أو من خلال قيام القطاع الخاص ببعض الخدمات العمومية التي لا تتنافى معه كما يؤدي ذلك بالدولة إلى تكريس مواردها لدعم قطاعات التعليم والصحة، والاهتمام بالبنية الأساسية والمؤسسات الاقتصادية ذات الأهمية الإستراتيجية.

كما أن الخصخصة سوف توقف المصادر الكلاسيكية لتمويل العجز في الميزانية وهي

- التمويل بميزانية الدولة
- التمويل المرتبط بميزان المدفوعات
- والاقتراض من البنوك الداخلية أو الخارجية

أما عن التوجه نحو الخصخصة سيؤدي إلى التقليل هذه المصادر الثلاثة

---

1 – عبد الله المعجل: **أهمية سياسة التخصيص في معالجة إخفاق القطاع العام في الدول النامية**، مرجع سابق, ص: 173.

للتمويل، و هذا ما يعني تقليل خسائر الحكومة فيتناقص العجز المالي، إضافة إلـــى الإيرادات التي ستجنى من بيع المؤسسات والضرائب التي ســـتجنى مـــن القطـــاع الخاص، و هذا المصدر الأخير سوف يتزايد كلما تزايد حجـــم شـــركات القطـــاع الخاص، كما أن الشركات التي تحول ملكيتها ستعود بالفائدة على الحكومة فذا كانت شركة رابحة فان استغناء الدولة عن عائد جاري مقابل عائد فوري ومنه فيجب أن يعكس البيع سعر السوق العادل، أما إذا كانت الشركة خاســـرة فـــان خصخـــصتها توقف الخسائر الناجمة عنها والتي كانت تتحملها الدولة وتوفير عائد مادي كذلك.

4- تشجيع قيام السوق المالية وتطويرها وتنشيطها:

تعمل الخصخصة على تشجيع صغار المستثمرين والمدخرين في الدخول إلـــى الأسواق المالية، الأمر الذي يطورها بشكل سريع، و وجود الأسواق المالية يعتبـــر من أهم شروط نجاح عملية الخصخصة، وتستخدم أسواق رأس المال كوسيلة لتنفيذ برنامج الخصخصة من خلال طرق الخصخصة بواسطة الأسواق الماليـــة، إلا أن الخصخصة عن طريق الأسواق المالية تشترط وجود أســـواق ماليـــة ذات كفـــاءة مقبولة تسمح بوجود آليات لتعبئة المدخرات وتوجيهها بما يضمن اتجـــاه المـــوارد المالية

5- توسيع قاعدة الملكية:

فالخصخصة تساعد على عدم تمركز الثروة والدخل، هذا إلى جانـــب تحفيـــز العاملين على امتلاك أسهم وتترتب عنة آثار إيجابية.

6- المساهمة في تحقيق الإصلاح الاقتصادي:

يمكننا تصنيف هذا الهدف على مستوى الاقتصاد الكلي، حيث يتـــوج ميـــزان المدفوعات والموازنات العامة للدولة بتخفيض في العجز إذا مـــا نجحـــت بـــرامج الخصخصة.

7- الحد من احتكار الدولة لبعض الأنشطة:

تعمل الخصخصة في بعض الحالات على الحد من احتكار المؤسسات العمومية لبعض الأنشطة كمجال الخدمات العامة مثل الكهرباء الغاز والهاتف النقال وغيرها، حيث تتاح الفرصة للخواص للقيام بتلك الخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى انفتاح الأسعار وفقاً لقوى السوق مما يساعد على خلق منافسة.

8- تشجيع المنافسة:

وهو هدف يتماشى مع أخذ الدول بفلسفة اقتصاد السوق الحديث الذي بشرت بها المؤسسات النقدية الدولية مع مطلع حقبة الثمانينيات، حيث تتجه عادة برامج الخصخصة إلى محاولة القضاء على الصفة الاحتكارية التي تتميز بها نظم الاقتصاد المخططة مركزياً، فتتحدد الأسعار وكميات الإنتاج ومدخلات العمليات الإنتاجية بشكل تحكمي، كما تسيطر على الأسواق والمؤسسات الاحتكارية التي تقتل روح المبادرة الفردية وتمنع القوي التنافسية من أن تعمل عملها في تحسين مستويات الجودة والكفاءة الاقتصادية، ومن ثم يتم توفير السلع بأفضل جودة وأرخص الأثمان واستخدام المبتكر من فنون الإنتاج حتى تحقق للمنتج تواجده في السوق، وبغير ذلك فإن المنتج غير الكفء يخرج من السوق ليترك لغيره استخدام عوامل الإنتاج بأسلوب أفضل. [1]

9- جذب رؤوس الأموال الأجنبية:

يعتبر تشجيع الاستثمار الأجنبي والذي يعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية من أهم أهداف الخصخصة في الكثير من الدول النامية، سواء كانت أموال

---

1 - دينا عبد المنعم راضي: **أساليب التخصيص في مصر مع التطبيق علي قطاع الصناعات الغذائية**, رسالة ماجستير غير منشورة , كلية التجارة بجامعة عين شمس، القاهرة، 2003، ص 9

أجنبية جديدة أو العمل على إعادة توظيف رؤوس الأموال الهاربة.

10- زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

وتعتبر تلك نتيجة طبيعية لما قد يترتب على عملية الخصخصة [1] الناجحة، من إعادة تخصيص الموارد وتحفيز المؤسسات الاقتصادية وتشجيع المنافسة واجتذاب رؤوس الأموال، وإذا ما ساهمت الخصخصة في تحقيق الإصلاح الاقتصادي كما ذكرنا في إحدى الأهداف السابقة فإن ذلك سيؤدي حتماً إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

11- تحسين معدلات التبادل التجاري:

نتيجة لاستيراد السلع الاستهلاكية وتصدير السلع الأولية من طرف الكثير من الدول النامية ينشأ عجزاً في موازينها التجارية، ومن المتوقع أن عملية الخصخصة تعمل على إعادة تنظيم النشاط الاقتصادي وتوجيه المنتجين إلى استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة في سوق تنافسي يساهم في التحفيز على تطوير منتجاتهم والرقي بها إلى مستوى المنافسة مع السلع المستوردة وبالتالي تصديرها[2].

12- إفساح المجال أمام القطاع الخاص من أجل زيادة الدور الذي يوكل له في خطط التنمية:

يفسح المجال أمام القطاع الخاص ليحتل نسبة أكبر من الاستثمار الكلي والعمالة الكلية والناتج الكلي من خلال النمو الطبيعي أو الذاتي، ويستحوذ تدريجياً

---

1 – حسان خضر: **خصخصة البنية التحتية** , سلسلة جسر المعرفة , المعهد العربي للتخطيط , الكويت , 2003 , ص: 4.

2 – عبد الله المعجل: **أهمية سياسات التخصيص في معالجة إخفاق القطاع العام**، مرجع سابق، ص: 201.

على النصيب الأكبر من الاستثمار والعمالة والناتج في المجتمع [1]، وبالطريقة هذه يعتبر هيكل القطاع الوطني من صالح القطاع العام إلى صالح القطاع الخاص بصورة طبيعية، و الخصخصة بأسلوب النمو قد تستغرق وقتاً أكبر من الخصخصة بأسلوب التحويل، فالأولى تتم بالتدريج على مر الزمن والثانية تتم بصورة قفزات، ويحصل في بعض الأحيان تعقيداً أو تعارضاً مما قد يؤدى إلى فشل عملية الخصخصة.

وتتنوع الأهداف بين اجتماعية واقتصادية ومالية واجتماعية، وتختلف أولوية هذه الأهداف المراد تحقيقها تبعاً للأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية لكل دولة. [2]

ولكي يتم حل هذا التعارض ينبغي أن تتضمن إستراتيجيات التنمية ترتيب الأهداف المراد تحقيقها كما يجب توضيح مدى إزالة التعارض بين هذه الأهداف، و ذلك من خلال تحقيقها لتفعيل السياسة المرسومة لذلك، كما يجب تحديد المقاصد الرئيسة لإستراتيجية الخصخصة مما يكفل تحقيق التكافل العام حول الأهداف المرجوة، ومن أهم هذه الخطوات ما يمكن أن نستنتجه من خلال شروط نجاح برامج الخصخصة.

ثانيا: شروط نجاح برامج الخصخصة

في الكثير من الأحيان ينظر للخصخصة على أنها مجرد تحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص بمختلف شرائحها دون النظر إلى الأبعاد

1 – عبد القادر محمد: **تحليل الآثار التنموية للخصخصة مع التطبيق علي مصر** , مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد والتشريع والإحصاء، العددان 437 – 438 , أكتوبر1994, مصر، 1994, ص: 11.

2 – حسان خضر: **خصخصة البنية التحتية**، مرجع سابق، ص:52

والشروط المكملة التي تكفل نجاح التحويل وتحقيق هدف إعادة هيكلة مختلف القطاعات الاقتصادية.

ومن الملاحظ أن معظم تجارب الخصخصة الناجحة نجدها في الدول متوسطة ومرتفعة الدخل، وتمثل عملية الخصخصة تحدياً كبيرًا للبلاد منخفضة الدخل بسبب الصعوبات الاقتصادية والاجتماعية والمؤسسية في هذه البلدان، والتي قد تؤدي إلى منح المستثمرين مزايا مفرطة أهمها ضمان بنية احتكارية مما يترتب عنه انخفاض كفاءة المؤسسات والاقتصاد الكلي في المدى الطويل[1].

و من أجل نجاح برامج الخصخصة يجب أن تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

- قناعة القيادة السياسية ومتخذي القرار مع تحديد سياسات الدولة تجاه تحرير الاقتصاد وعملية الخصخصة، وأن تُقرن بعدة إجراءات إصلاحية تساهم في بعث الثقة، كما أنها تعبر عن رغبة السلطة في تشجيع النشاط الخاص، وإقناع الجماهير بالخصخصة والإصلاح الاقتصادي وإزالة المخاوف منها، و كذلك تحرير سياسات الدولة تجاه بعض الأنشطة الاقتصادية وخضوع تسعير السلع والخدمات لقوى السوق[2].
- بناء منظومة قانونية ملائمة
- إعادة الهيكلة المالية والفنية للمؤسسات

---

1 – عمر عبد الحي صالح البيلي: **الآثار الاقتصادية للخصخصة مع الإشارة للبنية المصرية**، مرجع سابق ص: 421.

2 – شريف عبد الحميد محمد يس: **دور سوق المال في تحديد أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بجامعة عين شمس، مصر، 2002، ص:118.

- توفير بنية اقتصادية تنافسية مع ضرورة الرقابة
- ضرورة التفرقة بين الأداء المالي والأداء الاقتصادي[1]
- إعادة توجية الموارد البشرية مع إيجاد حلول للعمالة الزائدة

ثالثاً: أثار الخصخصة

من الملاحظ أن هناك تباين عند الكثير من الكتاب والدارسين لموضوع الخصخصة، فمنهم من قسمها إلى آثار إيجابية وأخرى سلبية، ومنهم من ذهب في تقسيمها إلى أثار اجتماعية واقتصادية وسياسية ويلجأ الباحث إلى استخدام التقسيم الثاني مع التركيز على الآثار الاقتصادية.

1- الآثار على المستوي الكلي:

إن العلاقة المالية بين الحكومة والمؤسسات العمومية تتمثل في متحصلات الحكومة من الضرائب والعوائد الملكية وغيرها، والمدفوعات الجارية والرأسمالية (المعلنة والضمنية) وغالباً ما توجد علاقة مالية غير مسجلة تتمثل في الدعم للمؤسسات والضمانات الحكومية لهذه المؤسسات، كما توجد التزامات مالية تتمثل في متأخرات هذه المؤسسات لدى البنوك والمؤسسات الأخرى. ومن المفروض توقف الدولة أو الحكومة عن تدعيم المؤسسات إلا إذا كانت هناك أهداف مسطرة مسبقاً لذلك، كخدمات تريد الدولة أن تؤديها للمواطنين بأسعار منخفضة، مثل خدمات المرفق العام.

2- الأثر على الاستثمار والادخار:

إذا ما استخدمتْ حصيلة الخصخصة في تكوين استثمارات جديدة (أصول

---

1 – دينا عبد المنعم راضي: **أساليب التخصيص في مصر مع التطبيق علي قطاع الصناعات الغذائية**، مرجع سابق، ص:29

جديدة)، يمكن أن نقول أن هناك آثار إيجابية لعملية الخصخصة على زيادة الاستثمار، إذ سيعمل الملاك الجدد للمؤسسات المباعة من أجل تعظيم الربحية، كما أن البيئة الجديدة التي ستخلقها الضرائب قد تؤدي إلى جلب الاستثمارات الخاصة إذا كانت هناك تحفيزات كالتحفيزات الضريبية.

والخصخصة تعد عملية تدوير لمحفظة استثمارية كبيرة يمكن تقدير قيمتها كقيمة الشركات التابعة للقطاع العام وبالتالي تؤدي إلى خلق السيولة للأصول التي لم تكن سائلة من قبل، وتعمل على زيادة الكفاءة المالية في سوق رأس المال [1]، والتي ينتج عنها خلق استثمارات إنتاجية جديدة.

كما أن للخصخصة أثر على الادخار، حيث أن بيع المؤسسات الرابحة ينتج عنه زيادة الادخار نتيجةً لزيادة كفاءة تشغيلها، و إن كان ذلك يستغرق بعض الوقت، أما عن بيع الشركات الخاسرة ففي بداية الأمر يؤدي إلى إنهاء الادخار السالب المتمثل في دعم هذه المؤسسات.

3- الأثر على صافي قيمة الأصول الحكومية:

حيث أنه يجب مقارنة القيمتين الآتيتين:

القيمة الأولى = حصيلة الخصخصة + صافي القيمة الحالية للضرائب التي ستُحصلها الحكومة مستقبلاً من المؤسسات المباعة.

القيمة الثانية = صافي القيمة الحالية للدعم والتحويلات التي كانت ستتم بين الحكومة وتلك المؤسسات + صافي القيمة الحالية للضرائب المستقبلية التي سيتم فقدها نتيجة بيع المؤسسة.

لذلك فإنه وفي ظل توافر المعلومات وبيئة تنافسية يكون الثمن العادل للمؤسسة مساوياً لصافي القيمة الحالية للأرباح المتوقعة خلال عمره الإنتاجي، وبالتالي فإن

---

1 – عزت ملوك القناوي: **الأبعاد الاقتصادية للخصخصة**، مرجع سابق، ص:140.

صافي قيمة الأصول الحكومية يتأثر بنتيجة الخصخصة.

4- الأثر على الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات:

أيدت معظم الدراسات فكرة أن الخصخصة لها آثار إيجابية على الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات خاصة في البلدان متوسطة وعالية الدخل، حتى وإن لم تظهر هذه الآثار فهي ترتبط بالدول منخفضة الدخل.

ومن الملاحظ أن سياسة تطبيق الخصخصة يصاحبها انخفاض معدل التضخم العام. [1]

5- الأثر على الربحية:

تبعاً لدراسة (الوزاني وآخرون، 2003) على مجموعة من المؤسسات العمومية التي تمت خصخصتها بهدف قياس أثر الخصخصة على الربحية، توصلت النتائج إلى أن نسبة الربحية في مؤسسات القطاع الخاص أكثر منها في المؤسسات القطاع العمومي[2].

و للخضخضة آثار اقتصادية واجتماعية وسياسية، ويتفاوت حجم هذه الآثار من دولة أخرى، وذلك بتفاوت حجم التطبيق وبتفاوت الظروف المحيطة بالتطبيق.

ويذهب الباحث إلى عدم الفصل بين الآثار السلبية والإيجابية، لكوننا نسلم بأن سلبيات الخصخصة مؤقتة، فإذا ما أُعدت برامج الخصخصة بعناية وبلغت أهدافها فإنها تعمل على امتصاص كل المخلفات السلبية التي تركتها، كما أن الباحث يرى أنه يصعب ترتيب هذه الآثار ترتيباً خاضعاً لمقاييس معينة. ونلخصها على النحو الآتي:

---

1 – بنك الإسكندرية , **الاقتصاد المصري التحديات والسياسات** , وقائع مؤتمر بكلية التجارة بنات جامعة الأزهر , 2 – 3 يونيو 1998 م , مصر، 1998، ص: 73.

2 – وليد الوزاني وغالب صالح:**الخصخصة وملكية الدولة (نحو المعايير لمقارنة الأداء في حالة الأردن)**، مركز دراسات المستقبل جامعة أسيوط، عدد 67، مصر، 2003، ص: 71

- من المنتظر أن تؤدي الخصخصة إلى تحسين مالية الدولة والحد من العجز في المدى القصير، وذلك من خلال انخفاض الإنفاق الحكومي على المؤسسات العمومية التي ستتم خصخصتها من جهة، وزيادة الإيرادات عند بيع المؤسسات العمومية من جهة أخرى، إلا أن هذه الإيرادات يجب أن نقابلها بالخسائر التي تتلقاها الدولة أو تُرمى على عاتقها على إثر تسريح العمال خصوصاً شبكات الأمان الاجتماعية التي تحضرها الدولة للعمال المسرحين، وهذه الإيرادات هي مجموع الإيرادات جراء البيع مضافاً له التكاليف التي كانت تنفقها الدولة عن المؤسسات قبل الخصخصة ثم تطرح منها تعويضات العمال التي يحصلون عنها من (قطاع الضمان الاجتماعي) أو محاولة قياس الأضرار بالعمالة الزائدة.

- كما أن رفع الإنتاجية في المؤسسات التي حولت ملكيتها يؤدى إلى ظهور منتجات ذات جودة عالية وأسعار تنافسية نظراً لما يتميز به القطاع الخاص من تنافس وخلق الابتكار والإبداع، ومن المتوقع أن يحصل ارتفاع في الدخل الفردي، رغم أنه في بداية الأمر يحدث انخفاض في دخل الفرد بسبب الأجور المرتفعة التي كان يدفعها القطاع العام دون مقابل لأسباب سياسية غير خاضعة لمقاييس اقتصادية، ولكن وجود القطاع الخاص يؤدي إلى البحث عن اليد الماهرة وبالتالي يزداد الطلب عليها، وينتج عنه رفع الأجور وكذا إعادة التأهيل والتدريب للعمال ذو الكفاءات غير العالية، ومنه يمكن القول أنه على المدى الطويل تعمل الخصخصة على رفع الدخل الفردي.

كما أن الدخل الفردي يمكن أن يرتفع وذلك لتَمَلّك الشرائح العريضة أو ذوي الدخول المنخفضة في مؤسسات أو شركات المساهمة، كما يستفيدون من عوائدها.

- والخصخصة تؤدي في الأمد القصير إلى ارتفاع الأسعار وذلك لأن المؤسسات العمومية كانت لها أسعار مسيطرة وفق قرارات سياسية، فأسعار المنتجات في الاقتصاد الموجه عادة ما تكون محددة مسبقاً لا تخضع لآليات السوق،

بهدف تحقيق منافع اجتماعية.

- رغم أن الزيادة في اليد العاملة هدفاً من أهداف الخصخصة إلا أننا ننتظر تحقيقه على المدى الطويل. أما على المدى القصير فإن معدل البطالة يرتفع على إثر تسريح العمال، فمقاييس التوظيف المتبعة في القطاع العام تهتم بالنظر إلى البعد الاجتماعي أكثر مما تراعي البعد الاقتصادي وعليه فالبطالة [1] ستتحول من بطالة مقنعة إلى بطالة سافرة وهذا ما سيخلف تأثيراً على مستوى معيشة الأسر.

- يظهر التضخم عادة في بداية تطبيق برامج الخصخصة ويؤثر على محدودي الدخل بسبب الارتفاع المستمر للأسعار وعدم التناسب بين الزيادة في الأجور وارتفاع الأسعار.

رابعاً: بعض التحديات والعقبات التي تواجه الخصخصة:

1- التحديات التي تواجه الخصخصة:

أ- التحدي الأمني:

إن استقرار الأمن عبر أنحاء المعمورة يعتبر المطلب الأساسي لنجاح الإصلاح بصفة عامة وبرنامج الخصخصة بصفة خاصة، فزيادة الاستثمار الأجنبي في أي بلد من البلدان النامية يعتبر في حد ذاته هدفاً للخصخصة لذلك وجب على هذه البلدان توفير المناخ الملائم لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية ومراعاة الظروف المحيطية.

---

1 – لمزيد من المعلومات أنظر كل من:

- أحمد حسن البرعي: **الخصخصة ومشكلة العمالة الزائدة – خطة قومية للعلاج –**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 102، جويليه 1996 , القاهرة، ص: 55.
- جمال أبو الفتوح محمد أبو الخير: **اثر الخصخصة علي علاقة العمل** , دار النهضة العربية , مصر، 2006، ص: 19
- أحمد محمد مندور: **انعكاسات برنامج الإصلاح الاقتصادي عل أسواق العمل في مصر** , مجلة كلية التجارة , جامعة الإسكندرية , العدد 2 المجلد 33 ,1996، مصر، 1996, ص 95:.

ب- الإصلاحي الضريبي:

الإصلاح الضريبي كذلك مطلباً رئيساً من أجل نجاح برامج الإصلاح الاقتصادي عموماً والخصخصة على حد سواء باعتبار أن الخصخصة ليست هدفاً أو غاية وإنما وسيلة لتحقيق الإصلاحات المرغوبة، فالضريبة يجب أن تكون بالسيادة الوطنية أو التقليل من إيرادات الدولة إلا أن الحوافز الضريبية يجب أن تكون حافزا للخصخصة وليست عائقاً وقد يبدوا أن هذا مساساً بالسيادة الوطنية أو التقليل من إيرادات الدولة، إلا أن الحوافز الضريبية تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية كما أنها تساعد على الحد من التهرب الضريبي.

ج- مواجهة المنافسة:

إن برامج الخصخصة تتطلب الحرية في التجارة وتشجيع المنافسة بين منتجات الدولة محل تطبيق الخصخصة وبين المنتجات المستوردة مما يتطلب الزيادة في الكفاءة وفي استغلال الموارد من أجل مواجهة تلك المنافسة، مع ضرورة إعادة هيكلة مؤسسات القطاع العام من أجل خصخصتها والقيام باندماج بعض المؤسسات مع بعضها البعض لمواجهة المنافسة الشرسة.

2- عقبات الخصخصة:

إن تنفيذ برامج الخصخصة يصادف الكثير من المشكلات، فلذلك وجب التحضير لتنفيذ برامج الخصخصة قبل الشروع فيها، حيث يجب مراعاة كل التغيرات التي قد تصاحب هذا التغير من اجتماعية واقتصادية وسياسية وحتى ثقافية، فتطبيق سياسة الخصخصة بعد فترة طويلة من سيطرة القطاع العام على الأنشطة الاقتصادية ليس بالأمر السهل، بل إنها تصطدم بعدد من المشكلات يجب علاجها أو التقليل من حدتها. [1]

---

1 - جمال الصغير: **التخصيص خبرة البنك الدولي ونظرة عامة عن العالم العربي** , صندوق النقد العربي , معهد السياسية الاقتصادية , سلسلة بحوث ومناقشات ورشة العمل بعنوان جهود ومعوقات التخصيص في الدول العربية أبو ظبي , 27 – 28 – مايو 1995 , أبوظبي، 1995، ص ص 309 – 310.

أ- مشكلة اختيار وتصنيف المؤسسات المحتمل خصخصتها:

إن أول مشكلة تواجهها الحكومات هي ضرورة تحديد المؤسسات المراد خصخصتها والمؤسسات التي يجب الاحتفاظ بملكيتها لصالح القطاع العام، إلا أن هذه المشكلة تزداد مع اتساع حجم القطاع العام فيصبح من الضروري فحص كل مؤسسات القطاع العام ويرى الدكتور "إيهاب الدسوقي" أنه يجب أن نفرق بين وحدات القطاع العام الجاهزة للخصخصة حيث أنها تتسم بالربحية، والمؤسسات العمومية التي تعاني من اختلال هياكلها التمويلية وتحقق خسائر، حيث يحتاج النوع الأخير إلى إعادة هيكلة قبل البدء في عملية الخصخصة عليها[1].

ومن هنا فإن اختلال الهياكل التمويلية للمؤسسات العمومية يعتبر في حد ذاته مشكلاً يواجه تنفيذ برامج الخصخصة، لذلك وجب إعادة هيكلة هذه المؤسسات إلا أنه من اللازم مراعاة ما إذا كان هناك مبررات اقتصادية من أجل إعادة هيكلة المؤسسة أو إصلاحها قبل بيعها، وفي هذا الصدد لا بد من التأكيد على الفرق بين الاستثمارات الجديدة لتحديث أو إعادة تأهيل المؤسسات العمومية وبين إعادة الهيكلة التنظيمية والمالية التي لا تنطوي على استثمارات جديدة وإنما تقتصر على تقييم المؤسسات وحدات صغيرة مع عزل النشطة غير التنافسية وتصفية الموجودات الهامشية وتسريح العمال والموظفين الزائدين عن الحاجة وإعادة هيكلة الدين.

ب- مشكلة تقييم المؤسسات العمومية المطروحة:

إن تقييم المؤسسات يعتبر من أهم العقبات التي تواجه المؤسسات المراد خصخصتها، وذلك لعدم وجود قيمة واحدة واضحة يمكن أن تعبر عن القيمة الحقيقية لأي مؤسسة والتقييم يعبر عن القيمة أو السعر الحقيقي للمؤسسة وذلك وفقاً للأسعار

---

1 - إيهاب الدسوقي: **التخصيصية والاصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية**، مرجع سابق، ص: 58

السائدة في السوق، ومع الظروف الاقتصادية المتباينة بالنسبة لكل بلد يقع خلـط فـي التقييم أو سوء تقييم نظراً لوجود بعض المعوقات الاقتصادية البحتة والمتعلقة بالسياسة المالية أو السياسية النقدية كالتضخم مثلاً، فإذا ما زادت قيمة المؤسسة المراد بيعها فإن ذلك يعود إلى تراجع المستثمرين عن شراء المؤسسة وانتقادهم إلي السياسة من أجـل تطبيق برامج الخصخصة، وإذا ما نقص سعرها عن القيمة الحقيقية لها، فإن ذلك يعتبر إهدار لأموال المؤسسة، وبالتالي التخلي عن المال العام، لذلك وجب على الحكومـات مراعاة هذه النقطة للتقليل من الوقوع في الخطأ.

ج- التمويل من أجل تنفيذ برامج الخصخصة: [1]

من المشاكل التي تواجه الخصخصة هي كيفية الحصول علي التمويل الـلازم لتنفيذ برنامج الخصخصة، فالخصخصة في المرحلة الأولي تتطلب تمويل من أجل تهيئة المناخ الملائم لتطبيقها، كما أن المؤسسة تحتاج إلى إعادة هيكلة مالية وإحلال وإصلاح الأصول، كما أنها تحتاج إلي عدد من الخبراء، فقد تلجأ الحكومات إلـي إنشاء صناديق لتمويل العملية مع تخلي الحكومة في الكثير من الأحيان عن جـزء من مديونيتها للمؤسسات المراد خصخصتها ويري الباحث أن هذه العقبة (المشكلة) لها تأثير مباشر في اختيار الأسلوب المتيح لبيع المؤسسات العمومية، فعـادة كلمـا كانت المؤسسة أكثر خسارة كلما أرادت التخلص منها بأقل الخسائر.

د- العمالة الزائدة:

كما ذكرنا سابقاً فإن الخصخصة تهدف إلى خلق مناصب شغل جديدة فإذا ما تحقق الهدف فإنه يقلل من حدة المشكل المطروح إلا أن ذلك يمكن أن يتحقق بعد فترة زمنية.

---

1 - راجع في ذلك:

- إيهاب الدسوقي: **التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية**، مرجع سابق، ص: 62-63.
- علي صادق وآخرون: **التخصيص في إطار التنمية (القضايا والمضامين)**، صندوق النقد العربي، 1995م، ص ص: 312-313.

وعلى الرغم من أن الاستغناء عن العمالة الزائدة يعد ضرورة ملحة من أجل تحسين كفاءة بالمؤسسة، وذلك من أجل إعطاء الملاك الحرية في إدارة المؤسسة وفقاً لمعايير السوق وآلياته بعد الخصخصة فلا يعني ذلك اقتران مفهوم الخصخصة بالاستغناء عن العمالة فالخصخصة لا تؤدي دوماً إلى فقدان مناصب الشغل.

وقد تؤدي بعض مؤسسات القطاع العام حديثة الخصخصة على التخلص في فائض العمالة في الأجل القصير فالعمالة الزائدة والتي يعبر عنها بالبطالة المقنعة تخلف عبئاً ماليا على الشركة في خلال خصخصة هذه المؤسسات والاستغناء عن العمالة الزائدة تتحول البطالة المقنعة إلى بطالة سافرة بالشكل الذي يمكن للمؤسسات هذه أن تحقق ربحية مرتفعة وزيادة في الإنتاجية كنتيجة لاستبعاد تكلفة العمالة وما يرتبط بهذه العمالة من تكاليف أخرى تتمثل في الخدمات الاجتماعية المدعمة من قبل الدولة، وذلك ما جرى في اليابان حيث سرح أكثر من ألف عامل [1]، كذلك على اثر خصخصة السكك الحديدية، وما جرى في إسبانيا عند خصخصة شركة "سيات".

هـ- إدارة برامج خصخصة:

من أجل ضمان الشفافية والسرعة في تنفيذ برامج الخصخصة فإن ذلك يتطلب ترتيبات إدارية، لذلك نجد في الكثير من الدول يقوم على خصخصة إدارات على مستوي القصور الإداري تتسم به الكثير من مؤسسات القطاع العام ونقص الكفاءة الإدارية خاصة في مجالات التسويق وتنمية المبيعات والصادرات، كما أنه يجب الموازنة بين الشفافية والسرعة فقلتها قد تؤدي إلى رد فعل سياسي، بينما الإفراط في الشفافية يؤدي إلى الخطاء في تنفيذ برامج الخصخصة [2].

---

1 – محمود صبح: **الخصخصة (ماذا، متي، لماذا وكيف) المشكلات والحلول**، دار الفتح، القاهرة، 1999، ص: 27.

2 – علي صادق وآخرون: **التخصيص في إطار التنمية (القضايا والمضامين)**، مرجع سابق، ص: 66.

المبحث الرابع

طرق الخصخصة وعوامل المفاضلة بينها

أولاً: طرق خصخصة الملكية:

1- بيع أصول الشركة:

المقصود بهذه الطريقة هو التخلص الكلي من أصول المؤسسات العمومية وبيع أصولها في مزاد علني أو من خلال عطاءات، كما يتم التخلص من بعض الأصول عن طريق البيع لمستثمرين معينين – أو مستثمر واحد – أو يتم تحديدهم بعد بحث ودراسة، وذلك ضمانا للمال العام وحسن استخدام الأصول المباعة تمهيداً للتخلص من باقي الأصول.

وتلجأ الحكومة عادة إلى مثل هذه الطريقة في الحالات التي يصعب فيها إيجاد مشترين للمؤسسة التي تخضع للخصخصة، أو في حالة وجود مديونية كبيرة قائمة على المؤسسة، وإذا ما كانت المؤسسة ناجحة فإنه يسهل بيعها، وإذا ما صعب بيعها فإن الحكومة تلجأ إلى تجزئتها لوحدات مستقلة ثم تباع هذه الوحدات سواء بالعرض العام أو بالعرض الخاص، وفي حالة عدم التمكن من تقسيم المؤسسة فتلجأ الحكومة إلى تصفيتها، وبيعها بإحدى الطرق المشار إليها، وعادة ما تطبق هذه الطريقة على المؤسسات العمومية متوسطة وصغيرة الحجم [1].

مزايا هذه الطريقة:

- أنها تتميز بقدرة عالية على توفير عوائد كبيرة للحكومة وذلك في وقت قصير مقارنة بطرح الأسهم للبيع.

---

1 – عزت ملوك قناوي: **الأبعاد الاقتصادية لعملية الخصخصة**، مجلة مصر المعاصرة، جمعية الاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء عدد جانفي/فبراير 2001، مصر، 2001 ص: 125

- تتيح هذه الطريقة للحكومة التخلص من الأصول غير المرتبطة بنشاط المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة عادةً في الدول النامية.

- أنها تتناسب مع الحالات التي يراد فيها تخفيض أحجام المؤسسات مع الاحتفاظ بالشخصية المعنوية للمؤسسة.

وتواجه هذه الطريقة عيوبا منها مشكلة تقييم الأصول، فبيعها كأصول إنتاجية دون ارتباطها بالمؤسسة يفقد من عملية تقيميها، كما تواجه مشكلة التسعير والتي عادة ما تكون أصعب مرحلة، وإذا ما كانت قيمة الأصول المباعة أقل من قيمة المديونية في المؤسسة فإن الحكومة تلجأ إلى تحمل الفارق، مما يثقل كاهل الميزانية العمومية.

وهناك من يخلط بين مفهوم التصفية والخصخصة، فكل منهما طريقة لإنهاء ملكية الدولة للمؤسسة العمومية، فيما عدا ذلك فهما يختلفان اختلافا كبيراً، فالتصفية لا تعني إعادة تأهيل أو إعادة تنظيم المؤسسة، إنما تعني خروج المؤسسة تماما من ملكية الدولة دون متابعة، وبتصفيتها فإنه يمكن إعادة النظر في استخدامها مرة أخرى والتصفية يعني عدم وجود مشترين للمؤسسة، فهي وسيلة لإلغاء مؤسسة عمومية.

2- البيع للعاملين والإدارة:

هذه الطريقة تسمح بتمليك العمال أو الإداريين جزء من رأس مال المؤسسة العمومية، وذلك بتحويل المؤسسة كليا أو جزئياً، ومع الاحتمالات الواردة بعدم قدرة العاملين على شراء أسهم الشركة تحتاج هذه الطريقة إلى شرط ضروري وهو توافر طرف ثالث يوفر للإداريين أو العاملين الحصول على الائتمان، كأن يكون بنكاً أو مستثمر يدخل كمقرض أو ضامنٍ للعمالة، وفي نفس الوقت يتملكون جزءاً من أسهم الشركة، ويكون ذلك بالأساليب الثلاثة التالية [1].

---

1 - علي أبو الفتوح أحمد شتا: **مداخل التقويم المحاسبي للشركات العامة**، مجلة العلمية للاقتصاد والتجارة بجامعة عين شمس ،العدد الأول، يناير 1999، القاهرة، 1999, ص ص:519 – 520.

- اختيار الأسهم: وهي طريقة تُصدر وفقها أسهم المؤسسة (الشركة) وثيقة محررة باسم كل عضو من أعضاء الإدارة، تمكنه من شراء أسهم رأس مالها في تاريخ لاحق خلال فترة محددة وبسعر محدد، باعتبار أن المديرين لهم المصلحة في نجاح الشركة، فإن ذلك يدفعهم للحرص على اتخاذ القرارات التي تؤثر على مستقبل الشركة بالإيجاب.

- خطة مشاركة العاملين: وهي أن يتولى صندوق اتحاد العاملين مهمة الحصول على قروض طويلة الأجل لتمويل شراء الأسهم أو الحصة في رأس المال.

- أسلوب رفع رأس المال: ويقصد به شراء العمال و/أو الإداريين لحصة ملكية الشركة التي يعملون بها، ويمول الشراء عن طريق البنوك، وتقدم عادة أصول الشركة كضمان للقروض، والغرض هنا من تمليك الجزء الأكبر من الأسهم للعاملين و/ أو الإداريين هو التحفيز على العمل أكثر والحرص على مستقبل الشركة وبالتالي رفع أدائها وتحسين إنتاجها.

تتناسب هذه الطريقة مع المؤسسات العمومية الكبرى غير القابلة للبيع، وتمثل علاجاً مقبولاً لمشكلة تسريح العمال.

- كما تتلاءم هذه الطريقة مع الدول التي تواجه صعوبات في تطبيق برنامج الخصخصة بسبب معارضة العمال (النقابات) وتخوفهم من فقدان مناصبهم.

عيوبها: تواجه هذه الطريقة مجموعة من الانتقادات أهمها:

– إخفاء المديرين للمعلومات لوجود دوافع لتمليكهم الشركة.

– كما أنه يعاب عليها أنها ربما قد تم تقييمها تقييماً غير عادل، حتى وإن كان التقييم ليس من اختصاصهم، ويمكننا التمييز بين ثلاث فئات يمكن أن تؤول لها ملكية الشركات، ويرى الباحث ترتيبها حسب الاستفادة من الشركة، مديرون، عمال ومستثمرون (بنوك أو مستثمرين خواص).

3- الطرح العام للأسهم:

ووفق هذه الطريقة تطرح أسهم الشركة للاكتتاب العام، فتعرض الأسهم في سوق الأوراق المالية للجمهور العريض، إلا أن نجاح هذه الطريقة يرتبط بوجود سوق مالية نشطة وعلى قدر عال من الكفاءة من أجل إنجاح عملية الخصخصة، ويمكن أن تطرح الحكومة كل أسهم المؤسسة للبيع فتتحول من عمومية إلى خاصة، أو تطرح جزء من الأسهم فقط فتصبح مشتركة بين القطاع العام والقطاع الخاص، وقد لجأت الكثير من الدول لاستعمال هذه الطريقة لتوسيع قاعدة الملكية من خلال المشاركة الجماهيرية، وتعد هذه الطريقة أداة لإقناع الشعب بالخصخصة فيزداد عدد المؤيدين لها.

ونجد أن بريطانيا طبقت هذه الطريقة خاصة في قطاع الاتصالات وقد لاقت نجاحاً كبيراً[1]، إلا أن هذه الأسلوب أخفق في عدد من الدول الأوربية الأخرى مثل ما هو عليه الحال في دول أوربا الشرقية وذلك لضعف الأسواق المالية بها [2]، أما عن الدول العربية فطبقت في المملكة العربية السعودية، وكان ذلك في قطاع الاتصالات.

ورغم أن هذه الطريقة هي الأكثر شيوعاً والأكثر بساطة، إلا أنها قد تأخذ شكلا أخر وهو العرض العام بالتبادل (وذلك ما سنتعرض له بالتفصيل في الفصل الثالث)، وتكون ملائمة إذا توافرت الشروط التالية:

- أن تكون المؤسسات محل التطبيق ذات حجم كبير.
- أن تكون هناك سيولة محلية في السوق.

---

1 – أحمد أمين الباتوني: **التخصيص في قطاع الأعمال السياحي في ظل محددات سوق رأس المال في مصر والنقدي** رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بجامعة عين شمس، مصر، 1999، ص: 41.

2 – محمد ماجد خشبه: **قضايا مفاهيمية في عملية تأجير الأصول**، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص: 67.

- أن تكون السوق المالية متطورة وعلى قدر مقبول من الكفاءة.

مزاياها: تتميز هذه الطرق بمجموعة من الإيجابيات نلخصها فيما يلي:-

- أنها تعمل على تنشيط أسواق رأس المال، فطرح الأسهم للبيع عن طريق البورصات يؤدي بالقائمين على إدارة شؤون الاقتصاد إلى الاهتمام أكثر بالبورصات وإعادة تفعيلها، كما تساعد هذه الطريقة على توسيع نطاق السوق.

- أنها تعمل على توسيع قاعدة الملكية فعندما تكون قيمة السهم المعروض للبيع صغيرة فإن ذلك يؤدى إلى ارتفاع عدد الأسهم المطروحة للبيع، ومنه ارتفاع عدد المساهمين (إلا أنه يمكن أن تشترى الأسهم من طرف شخص واحد بأسماء معاونيه).

- عدم تمركز ملكية المؤسسات العمومية المراد خصخصتها في يد مستثمر واحد أو مجموعة من المستثمرين كما هو الحال في بعض الطرق الأخرى، خاصة عندما يحدد عدداً أقصى من الأسهم الذي لا يمكن أن يتجاوزه شخص واحد.

- تتناسب هذه الطريقة مع خصخصة ملكية المؤسسات العمومية التي أعيدت هيكلتها وتحويلها إلى مؤسسات مشتركة أو شركات قابضة متاحة لكل من صغار وكبار المستثمرين.

عيوبها:

هذه الطريقة لا تتماشى مع الكثير من دول العالم النامي وذلك بسبب محدودية الطاقة الاستيعابية لسوق الأوراق المالية ولضعف كفاءة السوق أو لضيق الحجم أو لتواضع المدخرات المحلية، مما قد يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم وفقدان ثقة صغار المستثمرين، ويخشى أن يؤدي ذلك إلى فشل برنامج الخصخصة ككل.[1] بالإضافة إلى مواجهة مشكل تحديد أسعار الأسهم.

---

1 – علي أبو الفتوح أحمد شتا: **مداخل التقويم المحاسبي للشركات العامة**، مرجع سابق، ص: 512.

4- **الطرح الخاص للأسهم:**

إن طرح أسهم الشركة للاكتتاب المغلق أو الخاص ويقصد بــه بيــع أســهم المؤسسة أو جزء منها لمجموعة معينة من المستثمرين أو لمستثمر واحد، لذا يــتم ذلك من خلال تطبيق المزادات أو العطاءات، وعادة ما تستخدم هذه الآلية كخطــوة مبدئية للطرح العام للأسهم ومن الملاحظ أن هذه الطريقة طبقت كثيراً في فرنسا [1].

إلا أن نجاح الخصخصة بهذه الطريقة يبقى مرهون بمدى الفاعلية في اخــتيار المستثمر أو المستثمرين المرتقبين.

وقد تستبعد هذه الطريقة صغار المستثمرين، إلا في حالة دخول طرف وســيط لصغار المستثمرين ويكون هذا الأسلوب ملائما في ظل العناصر الآتية.

- الشركات ذات الحجم الصغير بالنسبة للطرح العام.
- ضعف أسواق المال.
- سيطرة التوقعات المتكاملة عن مسار المشروع في التشغيل.

مزايا الطرح الخاص للأسهم:

تتميز هذه الطريقة بالمرونة في التنفيذ، ويمكن للمشتري أن يحسن أداء الشركة وفقا لرغباته، تمكننا هذه الطريقة من الحصول على مردود عالٍ.

أما فيما يخص عيوبه فتتمثل في:

- احتمال تفكيك المؤسسة التي تمت خصخصتها من طرف المالــك الجديــد وبيع أصول مما يؤدي إلى توقف نشاطها.

- يمكن لهذه الطريقة أن تخلف بعضا جماهيريا تجاه الفئــة أو الجهــة التــي

---

1 - المتولي محمد أبو خليل: **العلاقة بين الخصخصة والبورصة**، رسالة دكتوراه غير منــشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر، 2004، ص: 38.

قامت بالشراء، خصوصاً إذا ما تعلق الأمر بمستثمر أو مستثمرين أجانب غير مرغوب فيهم.

- احتمال سيطرة مجموعة واحدة على الاقتصاد الوطني من خلال امتلاكها لأكبر عدد من مؤسسات قطاع ما.

- عدم تحقيق مبدأ توسيع الملكية، لذلك يمكن المزج بين الطريقتين أي الطرح العام والطرح الخاص للأسهم.

5- قسيمات وكوبونات:

وهي طريقة توزيع شهادات الاستثمار للطبقات محدودة الدخل، وتستهدف توسيع ملكية الطبقة العريضة من الجمهور في تملكيهم للأصول المباعة من خلال توزيع صكوك أو أسهم الشركة، وفي بعض الدول النامية وزعت الأسهم (الصكوك) على المواطنين دون مقابل، مثلما جرى في تشكلسوفاكيا [1].

والخصخصة بهذه الطريقة تسمح لحاملي هذه الشهادات أو ما يسمى بالكوبونات بتحويلها إلى أسهم في شركات القطاع العام من خلال مزاد علني.

وتبدأ آلية هذه الطريقة بنشر قائمة من مجموعة الشركات المراد خصخصتها ومعلومات عن أدائها المالي، ويحق لكل مواطن يفوق السن القانونية الحصول على هذه الشهادات و تسمح له بالدخول في المزايدة على أسهم الشركات التي ستحول إلى القطاع الخاص، وتوزع الشهادات إما مجاناً أو بأسعار رمزية تغطي التكاليف الإدارية الخاصة بإدارة البرامج [2].

---

1 - إيهاب الدسوقي: **التخصيصية والاصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية**، مرجع سابق، ص: 41.

2 - دهال الحاج وحسن الحاج، **حول طرق الخصخصة**، (سلسلة أوراق عمل)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1998، ص: 819.

مزايا الطريقة تتمثل في:

- السرعة في التنفيذ

- يمكن أن تسمح بتحويل أسهم الشركة (الشهادات) إلى أسهم مباشرة من خلال المزاد أو الاستثمار في صناديق الاستثمار المتخصصة.

- كما تعالج مشكلة نقص رأس المال المحلي حسب توفر شهادات الاستثمار لاستعمالها في شراء المؤسسات، المراد خصخصتها.

- التغلب على مشكلة تقدير أصول الشركات المراد بيعها وذلك من خلال نظام المزادات.

ومن عيوب هذه الطريقة أنها:

- لا تؤدي حتماً إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية.

- لا يؤدي التوزيع على عدد كبير من المساهمين إلى رفع أداء المؤسسة.

6- مقايضة الديون بحصص ملكية أسهم:

إن هذه الطريقة تعتمد أساساً على استبدال الدائنين لمديونيتهم بحصص ملكية في المؤسسات التي سيتم خصخصتها، وتنفذ هذه المقايضة بصورة مباشرة بين الدائن والمدين، أو بدخول طرف ثالث من خلال قيام الدولة أو البنك الدائن ببيع القرض القائم على الدولة المدينة بخصم قد يصل إلى 35% إلى المستثمر، وغالباً ما تكون شركة متعددة الجنسيات تحصل على قيمة الدين من البنك المركزي بقيمته الاسمية، أو بخصم متواضع بالعملة المحلية، وبسعر الصرف في السوق، ثم تحصل الشركة أو المستثمر باستخدام هذه العملة المحلية علي أسهم الدولة المدينة [1].

---

1 – ميكائيل بلاكويل وسيمون نوسير: **أثر تحويل الدين إلى أسهم**، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1988، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1988، ص:15.

ثانياً: أساليب خصخصة الإدارة:

وهذا التوجه من الطرق أو الأساليب يتضمن بقاء ملكية المؤسسات العمومية لدى الدولة، إلا أن إدارة وتشغيل تلك المؤسسات تتم بواسطة القطاع الخاص وذلك بإحدى الطرق الآتية:

1- عقود الإدارة:

تُعرّف عقود الإدارة على أنها "...اتفاق تتعاقد من خلاله مؤسسة عمومية مع شركة خاصة لإدارة هذه المؤسسة وفي هذه الحالة تتحول فقط حقوق التشغيل إلى الشركة الخاصة وليس حقوق الملكية، وتحصل الشركة الخاصة على رسوم مقابل خدماتها.."[1] تتعهد بتحقيق الأهداف المحددة، أما الميزة الرئيسة لهذا الأسلوب هو أنه يمكنها الاحتفاظ بالملكية وحل مشكلة القصور الإداري وذلك بالحصول على أحسن الخبرات الإدارية أو التحكم في هذه الخبرات من خلال عقود الإدارة، ويمكن الاستفادة من هذه الخبرات بعد انقضاء مدة العقد وعليه فإن أهم العناصر هي كيفية اختيار أكفأ المجموعات التي ستدير هذه المؤسسات، وما يعاب على هذه الطريقة هو ازدواجية الإدارة الخاصة والملكية العامة فالمتعاقد مع الدولة لا يتحمل المخاطر حيث تتحمل أي خسائر يمكن أن تحدث والاتفاق الذي يسمى للإدارة رسوم ثابتة دون النظر إلى أداء المؤسسة قد يعمل على عدم تحفيز الإدارة من أجل رفع الكفاءة.

2- عقود التأجير:

وهي عقود تمنح من خلالها الدولة (مالك الأصول) إلى شركة خاصة حق استخدام هذه الأصول والاحتفاظ بالأرباح لفترة متفق عليه مقابل دفع إيجار وعادة ما تكون فترة التأجير هذه لا تتجاوز العشرة سنوات وتنقسم عقود التأجير إلى قسمين [2].

---

1 – دهال الحاج وحسن الحاج: **حول طرق الخصخصة**، مرجع سابق، ص: 109

2 – محمد ماجد خشبه: **قضايا مفاهيمية في عملية تأجير الأصول**، مرجع سابق، ص: 125

أ- **التأجير المالي:** ويتميز بأن المستأجر يقوم باستخدام الأصول لمدة زمنية معينة عادة ما لا تقل عن العمر الافتراضي للأصول المستأجرة، ويتم تحديد التكلفة بحيث تغطي القيمة الكاملة للأصول بالإضافة إلى تكاليف الفائدة للمؤجر ونسبته من الأرباح، مع تحمل المستأجر المخاطر الناتجة عن تلف الأصول وتبعات الضرائب والتأمين.

ب- **التأجير التشغيلي:** أو ما يسمى بتأجير التشغيل، وهذا لا يتضمن دفع القيمة الكاملة من الأصول خلال الفترة التي لا يُسمح قبل انقضائها بإلغاء العقد، أما عن المخلفات المالية

كالتأمين والضرائب فالمؤجر هو الذي يقوم بدفعها كما هو عليه الحال في التأجير المالي.

ومن مزايا عقود التأجير أنها تساهم في:

- حصول الدول على دخل سنوي متفق عليه مسبقاً دون التعرض لمخاطر السوق.

- إمكانية أن تنتهي بتنفيذ الخصخصة الكلية وذلك أن يسمح للمستثمر بشراء المؤسسة بعد أو قبل انقضاء مدة عقد التأجير، فيصبح تأجيراً منتهيا بالتمليك.

والتأجير بصفة عامة يتميز بأنه يعتبر أفضل من اللجوء إلى الاقتراض، وذلك بالنظر له من الزاوية المالية، كما أن ملكية الأصول تبقي في يد الدولة إذا لم ينته بالتمليك.

3- عقود الامتياز:

وتمكن القطاع الخاص من الحصول على امتيازات محددة عن طريق استثمار بعض الممتلكات الحكومية وفق جدول محدد، حيث يتمكن القطاع من بيع المنتجات والحصول على عوائد مالية مقابل رسوم محددة يدفعها للدولة أو مقابل تملك الدولة

للمؤسسة بعد انتهاء عقد الامتياز، وعادة لا تتعدى مدة العقود ثلاثين عاماً وذلك حسب الحياة الافتراضية للاستثمارات.

واستُخدمت هذه الطريقة في مجموعة من البلدان فطبقت في مجال السكك الحديدية في الأرجنتين [1]، وفي ماليزيا تقوم الشركات الخاصة ببناء الطرق السريعة وفق مواصفات يتفق بشأنها مع الحكومة وتتولى تحصيل الرسوم باستخدام تلك الطرق كعوائد على ما تم استثماره فيها من أموال، كما طبقت في العربية السعودية فقد تم بناء عدد من المدارس الحكومية من طرف القطاع الخاص، وأُجرت للدولة مدة محددة ثم تؤول ملكيتها بعد ذلك لها[2].

وتسمح هذه الطريقة بإتاحة الفرصة لقيام مشاريع ذات مردود اقتصادي دون أن تتحمل ميزانية الدولة أية أعباء أو توزع تلك الأعباء على فترات زمنية لا تثقل كاهل الدولة.

كما أنه ونظراً للحجم الكبير للاستثمارات التي تتضمنها مثل هذه العقود فأنه يصعب وجود مستثمرين للقيام بهذه المؤسسات، إضافة إلى تحمل القطاع العام للمشاكل المترتبة عن سوء استخدام الممتلكات والقيام بحقوق الامتياز وضمان تنفيذ التزاماته والتي تثقل كاهل الدولة سواء كانت أعباء إدارية أو مالية.

ويوجد نظام خاص من الامتيازات وهو ما يسمي بنظام (بناء. تشغيل. تحويل) ويستعمل لتطوير مؤسسات جديدة في البنية التحتية من قبل القطاع الخاص، والفكرة الأساسية في هذا الامتياز هي قيام شركة خاصة بتحويل وتشغيل مشاريع جديدة في البنية التحتية (الاتصالات ومياه والكهرباء،..) لفترة محددة تسمى بفترة الاستثمار وعند نهاية هذه الفترة ترجع ملكية الأصول للدولة.

---

1 – عبد الله المعجل: مرجع سابق ,ص:129

2 – دهال الحاج وحسن الحاج: **حول طرق الخصخصة**، مرجع سابق، ص:15

وعن هذا النظام فقد انتشر في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين في العالم أما بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية وانتشار النظم الاشتراكية فتقلص الاتجاه نحو هذا النظام، وهو ما يعتبر من بين الأساليب والآليات التي لاقت قبولاً وتأييداً كبيراً من قبل البنك الدولي كإستراتيجية لزيادة كفاءة الأداء وخفض الأعباء في الميزانية العامة، ودعم القطاع الخاص من ناحية أخرى [1].

4- عقود الخدمات:

وهي أن تتعهد الحكومة أو إحدى المؤسسات العمومية للقطاع الخاص بتقديم خدمة لها بمقابل ، حيث تبقي الملكية وأعباء التشغيل والصيانة على عاتق المالك، ومشاركة القطاع الخاص تتم هنا للاستفادة من خبراته وغالباً ما يكون ذلك لمدة سنة أو سنتين [2]، وذلك مقابل دفع رسوم يتم الاتفاق عليها وفق هذا النوع من العقود، كما تعمل الجهات الحكومية على ترسيخ مبدأ التنافسية، ومن ميزة هذا العقود أن الحكومات تلجأ في حالة وجود يد عاملة مدربة، فيمكن للعمال غير المدربين الاستفادة والتدريب خلال مدة العقد وقد لجأت بعض الدول العربية إلى مثل هذه الطريقة ففي جمهورية مصر العربية طبقت هذه الطريقة في مرافق عمومية مثل مياه الشرب والصرف الصحي[3].

---

1 – أحمد أمين الباتوني: **التخصيص في قطاع الأعمال السياحي في ظل محددات سوق رأس المال في مصر والنقدي** رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بجامعة عين شمس، مصر1999، ص ص:4645-.

2 – المرجع السابق: ص: 53.

3 – حسين العلواني: **مشاركة القطاع الخاص في إدارة خدمات مياه الشرب والصرف الصحي بمصر**. مؤتمر (دور الدولة في عالم متغير)، كلية الاقتصاد والسياسة، جامعة القاهرة 22-21أكتوبر 2002، القاهرة، 2003، ص:50.

ثالثاً:عوامل المفاضلة بين طرق الخصخصة

من الملاحظ وعند تفحصنا لما سبق أن هناك العديد من الطرق والأساليب التي يتم عن طريقها تحويل ملكية المؤسسات من القطاع العام إلى الخاص، وهي تختلف من دولة لأخرى وفي نفس الوقت من فترة لأخرى، ويتوقف اختيار أي شكل من الأشكال السابقة على حجم القطاع العام في الدولة وأسلوب إدارته ومستوى تطور سوق رأس المال، وعلى السياسات الاقتصادية المتبعة والمنظومة القانونية لتنظيم عملية الخصخصة، وقبل اختيار طريقة الخصخصة فإنه يجب الأخذ في الاعتبار العوامل الآتية [1]:

1- أهداف الحكومة:

إن الأهداف التي تسطرها الحكومات والتي تسعى إلى تحقيقها من وراء تنفيذ برامج الخصخصة تختلف من بلد لآخر ومن حكومة لأخرى إلا أنها عادة ما تتضمن:

- التخلص من الوحدات الاقتصادية الخاسرة والتي تمثل أعباءً على ميزانية الدولة.
- السعي إلى زيادة كفاءة المؤسسات القابلة للخصخصة.
- تقليص دور الدولة في بعض القطاعات الخدمية التي يمكن أن يسيرها القطاع الخاص وينافس فيها.
- توسيع قاعدة الملكية وخلق طبقة صغار المستثمرين.
- الحصول على حجم أكبر من الإيرادات من الأصول المملوكة للدولة.

1 – Jackson peter & price Catherine M: *Privatization and regulation* , A review of the issues Longman Group Limited , Malysia,1994.,p:475,

2- الأوضاع المالية:

إن الوضعية المالية للمؤسسة العمومية تحدد لنا سهولة أو صعوبة البيع، فإذا كانت المؤسسة ذات ربحية عالية فإن البيع أو الخصخصة سيلقى نجاحاً، أما إذا كان غير ذلك فقد يتعثر بيعها، فمثلاً إذا ما كانت المؤسسة ذات موقع مالي جيد فإن خصخصتها ستكون ناجحة، أما إذا كانت مؤسسة خاسرة يمكن أن تباع لمستثمر واحد يكون قوي مالياً ليعيد بعثها، وإذا رأت الحكومة أنها قد فشلت في تسيير بعض المؤسسات فقد تلجأ إلى خصخصة الإدارة وفق الطرق المذكورة سابقاً.

3- نشاط المؤسسة:

يجب مراعاة نوع نشاط المؤسسة فالطبيعة الخاصة لبعض المؤسسات مثل التي تقدم خدمات تتعلق أساساً بمصالح أفراد المجتمع وجب على الدولة إصدار تشريعات تحمي المستهلك، وقد أثير الكثير من الجدل فيما إذا توجهت الدولة إلى خصخصة المرافق العامة أو تسييرها للقطاع الخاص من خلال طرق خصخصة الإدارة مع تشديد الرقابة عليها والحد من مستوي تدخل القطاع الخاص بها، مع الاحتفاظ بسلطات معينة تمكنها من التدخل في الوقت المناسبة (طريقة السهم الذهبي) [1].

4- فاعلية وكفاءة الأسواق المالية المحلية:

يعتبر تطور الأسواق المالية محدداً رئيساً في المفاضلة بين مختلف طرق الخصخصة، حيث أن هناك طرق تتطلب توافر أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة العالية من أجل إنجاح برنامج الخصخصة خاصة المؤسسات التي تباع في سوق الأوراق المالية وهذا ما سنتطرق له بالتفصيل في الفصل المخصص للخصخصة عن طريق البورصة.

1- Ibid, p:491

5- العوامل السياسية والاجتماعية:

من الطبيعي أن يكون للعوامل السياسية تأثيراً على اختيار طرق الخصخصة ، ومن بين أهم النقاط التي تفرض على السياسيين التدخل هي تخفيض العمالة عند تنفيذ برامج الخصخصة، حيث يتطلب الأمر اتخاذ إجراءات تعويضية ملائمة، إضافة إلى المعارضة التي تلاقيها الحكومات من طرق النقابات العمالية والأحزاب السياسية المعارضة، كما أن هناك معارضة تتدرج عن كل شرائح المجتمع بسبب الارتفاع في الأسعار والذي عادة ما تظهر مباشرة بعد انسحاب الدولة من ملكية أو تسير أي قطاع، وقد راوغت الكثيرمن الدول في استعمال مصطلح الخصخصة في الخطاب الرسمي، فلجأت إلى ابتكار مصطلح انفتاح رأس المال في المؤسسات العمومية أمام القطاع الخاص وما يشابهها من المصطلحات.

يتضح مما سبق أن هناك الكثير من المخلفات الاجتماعية يجب أن تراعيها الحكومات قبل اختيار طرق الخصخصة للتقليل من حدة الغضب الشعبي.

خلاصة

يعتمد مفهوم الخصخصة على مفهوم مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي بالبيع أو بالإدارة أو بالتقليل من العقبات والقيود، فهي تهدف بذلك إلى تحقيق معدلات مرتفعة من النمو تنعكس على مختلف المستويات الاجتماعية والاقتصادية والسياسية، كما يتوقف نجاح الخصخصة على عوامل متعددة منها المناخ السائد والتشريعات والقوانين، والفكر الاقتصادي والاستثماري والأهداف المرجوة منها، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار كيفية التطبيق، فهل ستتم عملية الخصخصة على كافة القطاعات أم مجموعة من المؤسسات المملوكة للدولية.

وقد أثبتت تجارب الخصخصة مدى تنوع أساليبها وطرقها من دولة إلى أخرى مع ضرورة تحديد الأهداف مسبقا، ويتفق أغلب الاقتصاديون على أنها إطار عام للإصلاح الاقتصادي.

تمهيد

نرى أنه من المفيد عرض بعض المفاهيم المستخدمة في إطار البحث لتحديد مضامينها وإزالة اللبس عنها، ومحاولة منا لإعطاء الجزء المفاهيمي المتعلق بالأسواق المالية حقّهُ قدر المستطاع، فقد أدرجنا في هذا الفصل تحليلا لدراسة ومفهوم الأسواق المالية والأنواع الرئيسية منها حسب مجالات تقسيمها، وأهميتها، كما يحتوي الفصل كذلك على تعاريف مختلفة لسوق معينة ألا وهي البورصة ومفهومها وتاريخ إنشائها، ومن ثمَّ ننتقل إلى آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية والعمليات التي تقوم فيها.

وفي ضوء تحليل الأسواق المالية ومفاهيمها سيتم التطرف إلى خصائص الأسواق المالية من جانب الكفاءة والفعالية، وذلك تحت قيد العوامل المؤثرة عليها.

كما أن للأسواق المالية مؤشرات ترتبط أساساً بنشاطها "أو نشاط المؤسسات المدرجة والشركات المدرجة بها" سيتم التعرض لها في أثناء هذا الفصل.

الفصل الثاني

المفاهيم العامة للأسواق المالية

الأسواق هي الآليات التي تلتقي من خلالها قوى العرض والطلب، وهي تعمل على تسهيل انتقال السلع من العارضين إلى الطالبين بأسعار تتحدد وفقاً لرغبات الطرفين معاً، أما الأسواق المالية فهي مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكل جهات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر.

المبحث الأول

مفهوم الأسواق المالية والكفاءة

أولاً: الأسواق المالية، مفهومها وتقسيماتها

1- مفهومها:

إن مفهوم الأسواق المالية يتمحور عموماً حول ذلك المكان الذي يتم فيه تداول الأصول المالية، حيث تعمل على نقل مدخرات العوائل الفائضة أي من الوحدات الفائضة إلى الوحدات ذات العجز في مصادر تمويلها إذا فهي وسائل نقل من الوحدات التي لها مدخرات وليس لديها فرص استثمارية كافية إلى الوحدات التي لها فرص كافية ولكن لا تتوفر لديها الأموال لاستغلال هذه الفرص.

ومما سبق فسوق المال هو "... ذلك الإطار الذي تجري في ظله كافة المعاملات المالية طويلة الأجل، ويتضمن القنوات التي تنساب إليها الأموال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين في نفس المجتمع أو في مجتمع أخر"[1].

تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدام سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل وتعتمد فكرة تقسيم العمل بدورها على كبر حجم السوق، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج، و قد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما يترتب على ذلك أيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، و قد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم

1- السيد الطيب: **البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد: 57 نوفمبر، مصر، 1992، ص:73.

السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق [1].

2- تقسيمات الأسواق المالية:

تقسم الأسواق المالية بالنظر إلى عدة معايير، فقد يكون التقسيم بالنظر إلى معيار نوع الأصول المتداولة أو ما نسميه بالتخصص الوظيفي، فينتج عنه أسواق الديون وأسواق حقوق الملكية، أو ينظر لها من جانب معيار نطاق التعامل فتكون هنالك أسواق مالية محلية وأخرى عالمية، كما يمكن تقسيمها بالنظر إلى فورية التعامل فتكون هناك أسواق فورية وأخرى آجلة، أو آجال إتاحة الأموال، وفي الأخير النظر إلى معيار أجل أداة التمويل وهو ما سنركز عليه.

فمن منظور آجال العمليات تنقسم الأسواق المالية إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال.

أ- سوق النقد:

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأصول المالية قصيرة الأجل، وهي عادة لا تتعدى السنة الواحدة، و للأسواق النقدية عدة تعريفات نذكر منها:

التعريف الأول: تعريف السوق النقدية بأنها " معاملات تقوم على منح الائتمان لمن يحتاج، سواءً كانت الحكومة أو الأفراد، لمدة لا تتجاوز السنة، ويتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي والبنوك التجارية القيام بهذه العمليات ".[2]

كما تعرف بأنها:

"... السوق المخصصة للإقراض والاقتراض لأجل قصير، حيث تقوم بتغطية

1- علي جبران الشماخي: **إنشاء سوق الأوراق المالية الأهمية والمعوقات** (مداولات عن البورصة في اليمن)، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدارات، اليمن، 2001، ص: 413

2- صالح احمد البربري: **بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر على كفاءة أداء وظائفها**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، مصر، 2001، ص 43

حاجة الوحدات ذات العجز المؤقت من الوحدات ذات الفائض المالي، الذي ترغب في استثماره لأجل قصير ".[1]

وفي تعريف آخر ينظر لسوق النقد على أنها:

"هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذلك من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة "[2].

وبالتالي فإن سوق النقد هي سوق ذات أهمية كبيرة تمكن الأجهزة المصرفية (الممثلة في البنك المركزي) من التحكم في الائتمان، كما أن البنوك التجارية تدخل كأطراف في التعامل، وبالتالي فإن الأسواق النقدية توصف بمكان تلاقي الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل.

ولسوق النقد فرعين أساسين هما:

أ1- سوق الخصم.

وفيها يتم خصم الأوراق المالية العادية والمتمثلة في الكمبيالات والسندات الأذنية وأذونات الخزانة، وذلك بأن تقدم المؤسسات أوراقها التجارية للخصم.

أ2- سوق القروض قصيرة الأجل.

تُبرم في هذه السوق عمليات قصيرة الأجل بين الأفراد والمؤسسات من ناحية والبنوك التجارية من ناحية أخرى، ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العمليات.

1- عبد المنعم أحمد تهامي: **سوق الاستثمار والمؤسسات العاملة في مصر**، البنك المركزي المصري، (معرض الدراسات المصرفي)-، مصر، بدون سنة نشر، ص: 130

2 - عبد الغفار حنفي ورسمية قريقاص: **البورصات والأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002 مرجع سابق، ص:

ب- سوق رأس المال:

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية لمدة تزيد عن السنة، ونظراً لأن مدة استحقاقها طويلة جداً مقارنة بفترات الاستحقاق في أسواق النقد فهي تعمل على تحويل المدخرات إلى استثمارات.

كما أنه " يتم التعامل فيها بآجال متوسطة وطويلة، حيث يتعلق الأمر بتكوين رؤوس الأموال اللازمة للمشروعات العامة أو الخاصة، التي تحتاج إلى تمويل استثماري لآجال طويلة، تغطي فترة التكوين وإنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج".[1]

كما تم تعريفها كذلك بأنها: " تلك السوق التي يتم من خلالها تبادل الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ويتم ذلك في شكل قروض أو شكل مساهمات في رؤوس أموال الشركات على اختلاف أنواعها وبصفة خاصة شركات المساهمة ".[2]

ولهذه الأسواق أهمية بالغة في الاقتصادات حيث توجه المدخرات إلى تكوين رؤوس الأموال اللازمة للمشروعات الكبرى التي تحتاج إلى الكثير من الأصول المالية لقيامها.

ولأسواق المال عدة توجهات في التقسيم والأكثر شيوعاً منها هي سوق القروض وسوق الأوراق المالية:

حيث أن سوق القروض هي السوق التي يتم فيها منح القروض عن طريق التفاوض المباشر، أما سوق الأوراق المالية فيتم فيها تداول الأوراق المالية، ويتم التعامل فيهما عن طريق شركات الوساطة المالية، كما أن أسواق الأوراق المالية

1- صالح أحمد البربري: **بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر على كفاءة آداء وظائفها**، مرجع سابق، ص: 15.

2 - سمير محمد حسن:**قياس تأثير سياسة سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس ,2005 مصر، ص:55.

تقسم إلى أسواق الأسهم وأسواق السندات فالأولى هي أسواق حقوق الملكية أما الثانية فهي أسواق الديون.

و تتشكل أسواق الأسهم من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية:

- **الأسواق الأولية:** وهي أسواق الإصدار والتي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة وعادة ما تقوم مكاتب الوساطة المالية أو البنوك التجارية بهذه العمليات، فتُطرح الأوراق للبيع لأول مرة.

- **الأسواق الثانوية:** وهي السوق التي يتم فيها تدول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، فيمكن بيع وشراء الأوراق المالية في هذه السوق قبل انقضاء مدة الاستحقاق.

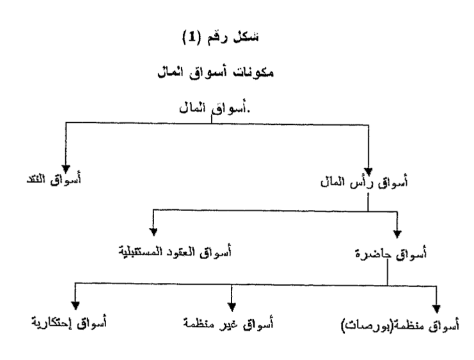
وليست سوق التداول هي السوق الرسمية (البورصة) كما يتصور البعض، ولكنها تشتمل كافة الأسواق التي يجري فيها التعامل من خلال الأوراق المالية السابق إصدارها سواءً كانت هذه الأوراق مقيدة في السوق الرسمية أو غير مقيدة من البداية. [1]

ومن خلال الشكل المبين أسفله فإن مكونات أسواق المال هي أسواق رأس المال وأسواق النقد:

1- سمير عبد الحميد رضوان: **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهضة، مصر، 1996، ص 59.

شكل رقم (1)

مكونات أسواق المال



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، مصر ، 2003، ص: 6

فحسب الشكل السابق نجد أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق المال وأسواق النقد، فبالنسبة لأسواق رأس المال فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة (فورية) وأسواق العقود المستقبلية، ويقصد بهذه الأخيرة أنها أسواق تتداول فيها الأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، أما الأسواق الحاضرة فتنقسم إلى الأسواق الاحتكارية وتتمثل عادة في الهيئة المتعلقة بالخزانة العامة أو البنك المركزي من خلال احتكار التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية، بالإضافة إلى الأسواق غير المنظمة والتي يتم فيها الإصدار لأول مرة، وثالثهما الأسواق المنظمة وهي البورصات في حد ذاتها، فهي سوق ذات قدر كبير من الأهمية لذلك سنخصص لها المبحث الموالي.

ثانيا: عمليات الأسواق المالية

تنقسم عمليات الأسواق المالية إلى عمليات عاجلة وأخرى آجلة:

1- العمليات العاجلة:

هي العملية التي تنفذ عقودها من طرق البائع والمشتري، حيث أن كل منهما يلتزم بهذا التنفيذ، حيث يسلم البائع الأوراق المالية فوراً أو خلال مدة وجيزة جداً، وتجري هذه العمليات في الأسواق العاجلة مهما كانت كمية الأوراق المالية.

يعمد المتعاملون للتعامل الآجل للأسباب الآتية:

- للاحتفاظ بها والاستفادة منها عند توزيع الأرباح.
- وللمضاربة على ارتفاع أسعارها فيبيعونها عند تحسن أسعارها في السوق مع الملاحظة أن أسعار الأوراق المالية عادة ما تكون مرتفعة في الأسواق الآجلة مقارنة بأسعارها في السوق العاجلة.

2- العمليات الآجلة:

العمليات الآجلة هي "التي لا يتم فيها تسوية مراكز البائع والمشتري فورا وإنما بعد أجل معين يتفق عليه عند إجراء عمليات (التصفية) " [1] ويقصد بهذا النوع المضاربة للاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تضل فيها العمليات قائمة دون تصفية، ويعتبر المشتري في العملية الآجلة مضاربا على الصعود، إذا كان يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير، وهو يربح إذا ما تحققت توقعاته في هذا الشأن عند حلول موعد التصفية الذي يمكن عنده أن يبيع ما سبق وان اشتراه، أما عن البائع فهو في هذه الحالة مضاربا على الهبوط حيث يتنبأ بانخفاض الأسعار عند حلول موعد التصفية ويشتري ما سبق أن باعه من قبل، فقد يحقق ربحاً إذا ما تحققت توقعاته في هذا الشأن.

1- صبري حسن نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، كتاب الأهرام الاقتصادي، مصر، 1996، ص 100.

وتسرى العمليات الآجلة بين البائعين والمشترين حيث أنه كلاهم مضارباً عن طريق دفع الأسعار المستحقة دون أن يحدث التبادل الفعلي للأوراق التي تم التعامل عليها.

إذاً فالعمليات الآجلة هي التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ مقبل يتم فيه التسليم والتسلم، باستثناء حالات التأجيل والتي يتفق على شروطها وعادة ما تجري التصفيات مرة كل شهر، حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين. كما أن البورصة تشترط على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي في تنفيذ الصفقة نهائيا ويسمى هذا التأمين بالتغطية وتختلف نسبته حسب نوع العمليات المعقودة. ويشترط في الأوراق التي تشملها العمليات الآجلة أن تكون موجودة بكثرة، وأن يكون تداولها مألوفا بصورة دائمة.

وأهم العمليات التي يجرى بها التعامل في السوق الآجل العمليات الآتية:

أ- العمليات الباتة:

كما تسمى بالعمليات القطعية أو العمليات الثابتة وهي عمليات تصفى في تاريخ معين وعادة ما تكون في مدة شهر، حيث يلتزم كل من البائع والمشتري على التصفية، وعند الموعد تخضع هذه العمليات لذات الشروط المعمول بها في العمليات العاجلة، أي أنه يجري التسليم والتسلم في يوم العمل التالي ويمكن أن يتمتع البيع البات بشرط اختيار التنازل عن الأجل، فعندما يلاحظ أن الأسعار بدأت في الهبوط يطلب من البائع تسليمه الأوراق المالية موضوع الصفقة قبل الموعد المتفق عليه مما يضطر البائع إلى شراء الأوراق من السوق بالسعر الحالي، وبذلك يزيد إلى الطلب عن هذه الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها أو إيقاف حركة هبوطها.

ب- العمليات الاختيارية:

تسمى العمليات الاختيارية كذلك بعقود الامتيازات، والامتياز هو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأسهم والسندات في خلال فترة زمنية محددة مسبقا بسعر معين وهو عادة السعر السائد في السوق.

ثالثا: كفاءة الأسواق المالية وفاعليتها

1-التعريف والمفاهيم:

يتمثل الهدف الأول لسوق الأوراق المالية في تخصيص رأس المال السائل إلى أفضل استخدام من أجل تحقيق أعلى ربحية ممكنة بأقل تكاليف لكل من أصحاب رؤوس الأموال ومستخدميها، ولتحقيق هذا الهدف يجب أن تتسم أسواق الأوراق المالية بالكفاءة، إلا أن الكفاءة لا تقتصر على هذا الشرط فقط، فهي تعد مفهوماً نسبياً وليس مطلقاً فنجد أنه ينظر للكفاءة من جوانب عدة فمثلاً يقصد أن تكون السوق ذات كفاءة من حيث المعلومات والتشغيل، [1] وأن تكون السوق تتميز بالكفاءة فهذا يعكس صورة استجابتها السريعة من خلال أسعار الأوراق المالية لكل معلومة جديدة تعمل على تغيير المتعاملين لقراراتهم الاستثمارية نتيجة لتغيير نظرتهم للشركة المصدرة للورقة المالية، وذلك يؤثر على سعر التداول، أي أن تلك المعلومة تنعكس على أسعار الأوراق المالية.

كما يعرف السوق الكفء بأنه "...ذلك السوق الذي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فعندما تظهر معلومات جديدة في شركة ما تتداول أسهمها في السوق يتحرك سعر سهمها بسرعة ويرشد من حيث الحجم والمعلومات والاتجاه ليعكس هذه المعلومات..." [2].

أما في تعريف آخر فالسوق الكفء هي: "....تلك السوق التي تستجيب فيها كافة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إليها، ويكون من شأنها صياغة المتعاملين لقراراتهم الاستثمارية لتغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للورقة المالية...." [3]

1- منير إبراهيم هندي: **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص 489.

2- منير إبراهيم هندي: **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص:18

3- C. Jones: Investment analysis and management, A Jhon wiley and sons, NY, 1998, p: 270.

أما التعريف الثالث فالأسواق ذات الكفاءة هي "…. تلك الأسواق التي تنعكس من خلالها كافة المعلومات وكافة القرارات على الإدارة سلباً وإيجاباً أي هبوطاً وصعوداً ".[1]

وينظر كذلك للكفاءة من حيث أنها "... مقدرة السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق فتتفاعل لتُفرز من جديد في صورة تحركات سعرية ومن هنا فأسعار الأوراق المالية في السوق الكفؤة تعتبر دالة في المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق، وهذه المعلومات تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقاً، ومنه فتأثيرها على أسعار الأوراق المالية لا يكون معروف مسبقاً لا بالزيادة ولا بالنقصان..."[2].

كما تسمى كفاءة الأسواق بفرضية الكفاءة السوقية أو الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير ووفق هذه النظرية فإن أسعار الأسهم تكون كفوءة عندما تعكس القيمة الحقيقية والواقعية للأسهم، وبحكم أن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي هو تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية، فإنه لابد من تحقيق الكفاءة لتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل.[3]

ومن الملاحظ أن الفكرة السابقة تبين أن السوق الكفؤ هو الذي عن طريقه تخصص الموارد المالية المتاحة وتوجه للمشاريع ذات الربحية الأعلى، فنجد من يعرف السوق الكفؤ بأنه هو "...ذلك السوق الذي يحقق تخصصاً كفؤا للموارد المتاحة عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية إلى قيمته الحقيقة..."[4]

نلاحظ من مجموعة التعريفات السابقة أن الكفاءة في الأسواق المالية تدور حول مدى انعكاس مختلف المعلومات الواردة على أسعار الأوراق المالية.

1- سمير عبد الحميد رضوان: **أسواق الأوراق المالية، ودورها في التمويل التنمية**، مرجع سابق، ص: 86.

2- سمير محمد حسن: **قياس كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر، 2005، ص: 35.

3- حسني علي خريوش وآخرون: **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات**، مرجع سابق، ص: 846.

4- محمد الصيرفي: **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 30.

2- أنواع الكفاءة ومستوياتها:

أ- أنواع الكفاءة:

يتفق أغلب الاقتصاديين على أنه يمكننا التمييز بين نوعين من الكفاءة همـــا الكفاءة الكاملة؛ والكفاءة الاقتصادية.

ففي حالة الكفاءة الكاملة للسوق لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومـــات والتوصل إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقة للسهم، ولا يوجد كذلك فاصلاً زمنيا بين التوصل لتلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، فيجب أن يتـــسم ســـوق الأوراق المالية بالخصائص الآتية:[1]

- إتاحة المعلومات المتوافرة لكل المستثمرين في نفس الوقت ليتـــسنى لهـــم اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

- وجود عدد كبير من المستثمرين، حتى لا تؤثر معاملات أي مـــنهم علـــى أسعار الأسهم بشكل كبير، كما يجب أن يتسموا بالرشد الاقتصادي في تصرفاتهم.

- كفالة حرية الدخول والخروج لكافة المتعاملين مع توافر كل المعلومات لهم في نفس اللحظة.

و من خلال الشروط أو الخصائص سالفة الذكر فإنه يتضح أنها تتسم بـــالجمود في الواقع العملي، حيث أنه يصعب توافر هذه الشروط جملة واحدة في العديد مـــن الأسواق. ويبقى الشرط الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم الأربـــاح هـــو الأكثـــر وجوداً في كل الحالات حيـــث يتسم بالواقعية وسهولة التحقيق، وبالتالي يكون هـــو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعكس هذا الشرط الانتقال مـــن مفهـــوم الكفـــاءة الكامـــلة إلى مفهـــوم الكفاءة الاقتصاديـــة، وتتسم الكفاءة الاقتصادية بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاس تلك المعلومـــات علـــى أســـعار

1- منير إبراهيم هندي: **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، مصر، 1996، ص:30

الأوراق المالية[1]، ويتطلب ذلك توافر كفاءة تسعيرية وكفاءة تشغيلية.

ويذهب آخرون إلى ضرورة الاهتمام بهدف زيادة الكفاءة يميزون بين ثلاثة معايير لقياس الكفاءة هي:

- الكفاءة التبادلية: ولها علاقة بتكاليف التبادل وتتمثل في عمولات السماسرة وتكون العلاقة بين هذه الكفاءة وهذا النوع من التكاليف علاقة عكسية.

- الكفاءة التشغيلية: وتعتمد على حساب الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء فترتفع الكفاءة التشغيلية بانخفاض الفرق بين سعر البيع والشراء وبالتالي تكون هناك علاقة عكسية بين هذا الفرق والكفاءة التشغيلية.

- الكفاءة الهيكلية: كلما زاد عدد المشاركين في السوق أو المتعاملين فيه، حيث لا يمكن لأحد المتعاملين التأثير في الأسعار فإن ذلك يدل على تفاعل قوى العرض والطلب في سوق يتسم بالمنافسة، فتتحقق وفق هذا أفضل الفرص للبائع والمشتري على حد سواء، وبالتالي تزيد درجة الكفاءة الهيكلية للسوق.

ب- مستوياتها: [2]

أسواق ضعيفة الكفاءة وأسواق متوسطة الكفاءة وأخرى عالية الكفاءة.

المستوى الضعيف: أي أن أسعار الأسهم المتداولة تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم، أو أن أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية بدون أي علاقة ببعضها البعض، و ذلك يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل لنا مرشداً أو وسيلةً للتنبؤ بالأسعار في المستقبل، فلا يمكننا معرفة التغيرات التي قد تحدث، ويتصف هذا المستوى بأنه ذو مسار عشوائي.

المستوى المتوسط: ويسمى كذلك بالمستوى شبه القوي عنده أسعار الأسهم

1- إيهاب إبراهيم الدسوقي: **كفاءة سوق رأس المال في تخصيص ونمو الاستثمارات في مصر**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر، 2000، ص:34

2- حسني علي خريوش وآخرون: **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات**، مرجع سابق، ص ص: 183- 185

تعكس المعلومات التاريخية والحالية (معلومات متاحة للجميع)، والمستثمر لا يتمكن من تخفيف أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع، والسبب الأساسي في عدم تحقيق الأرباح غير العادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد عُكست أول بأول في أسعار الأسهم.

المستوى العالي: وهو المستوى الذي تنعكس عنده المعلومات التاريخية والحالية والخاصة، وعن المعلومات الخاصة هنا فهي المعلومات المعلنة وغير المعلنة، أي أن المتعاملين في السوق لا يحققون أرباح غير عادية من هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات تنعكس على الأسهم المتداولة.

والكفاءة الاقتصادية مصطلح ذو أبعاد عديدة بعضها كمي مثل حجم الإنتاج والجوانب المالية والتشغيلية، وبعضها كيفي مثل جودة المنتوج، وهي تشير إلى حجم معين من المنتجات تم الحصول عليها باستخدام كمية معلومة من المدخلات ذات المواصفات المحدودة، وتكون الكفاءة الإنتاجية مرتفعة إذا ما أدت إلى ارتفاع حجم المخرجات مع ثبات المدخلات أو كبر حجم المخرجات بالمقارنة مع حجم المدخلات.[1]

بالإضافة إلى أن الكفاءة الاقتصادية يستدل عليها بارتفاع مستوى الفعالية، وهذه الأخيرة هي ما يتم إنجازه مقارنة بالأهداف المحققة فكلما اقترب حجم ما أنجز من الأهداف المسطرة كلما كان مستوى الفعالية مرتفع، وهذا المعيار يعمل على ربط الإنتاج الفعلي بالإنتاج المعياري خلال فترة زمنية محددة، فهو يفسر درجة تشغيل عناصر الإنتاج المتاحة.

1- عبد الوهاب حميد رشيد: **الإنتاجية والتنمية الاقتصادية**، دار الشباب للنشر والترجمة والتوزيع، مصر، 1988، ص:27

المبحث الثاني

أسواق الأوراق المالية مؤشراتها ووظائفها الاقتصادية

أولا: البورصات ومراحل نشأتها

1- تعريف البورصات:

إن المتتبع لاستعمال مصطلح البورصة فإنه يعي بأننا نقصد بـذلك بورصـة الأوراق المالية، ولكن الأمر لا يقتصر على بورصات الأوراق المالية فقط، و إنما هنالك أنواع أخرى من البورصات حتى وإن كانت هي الشائعة، وفي حال ذكرنـا لمصطلح البورصة فقط فالمقصود من ورائها هي بورصة الأوراق الماليـة لـذلك سنتطرق إلى نشأة البورصة ثم نتكلم عن الأنواع الأخرى.

يرى المهتمون بتاريخ نشأة البورصة أن أصل الكلمة يعود للقـرن الـسادس عشر الميلادي وهو مشتق من لقب أحد التجار البلجيكيين واسمه "فان در بـورص" وكان يمتلك فندقاً في مدينة "بروج" البلجيكية وعادة ما يجتمع حوله التجار.

وكما أسلفنا الذكر فإن للبورصات أنواع كثيرة، والنوع الذي نهتم به في بحثنا هذا هو بورصات الأوراق المالية، وبكل بساطة فإن البورصة عُرّفت علـى أنهـا سوق تباع وتشتري فيها الأوراق المالية ، وهذا التعريف من الملاحظ أنـه يعمـل على تضييق التعامل في البورصات فيرى صاحبه أن التعامـل فـي البورصـات يقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية إلا أنه لا يكتفي بنوع معين مـن الأوراق المالية مثل ما جاء في تعاريف أخرى حيث نُظر لبورصة الأوراق المالية على أنها سوق المال الثانوي المنظم والذي يتم من خلاله تداول الأصول المالية سواء أصول ملكية مثل الأسهم بأنواعها أو أصول ديون مثل السندات بأنواعها المختلفة أيضا.

2- مراحل نشأة البورصة:

لقد تباينت الآراء فيما يخص تاريخ نشأت البورصة فمنهم من يتكلم عن القرن السادس عشر وآخرون عن القرن الثالث عشر[1]، إلا أنها ظلت منذ نشأتها وحتى القرن الثامن عشر مخصصة لتجار البضائع ، ذلك أن شركات المساهمة لم تكن قد نشأت بعد. [2]

ومع تطور النشاط الاقتصادي وبلورة الأفكار بعلاقة التكاليف والإيرادات والربحية بحجم المشروع، ظهرت الحاجة إلى الكيانات الاقتصادية الكبيرة التي يمكنها الاستفادة من مزايا الإنتاج الكبير في تعظيم الثروات، ودفع التطور الاقتصادي، وفي بداية القرن التاسع عشر ومع تطور الفكر الحالي ظهرت الشركات المساهمة وعمد المفكرون إلى المناداة بفكرة فصل الملكية عن الإدارة، ومع نشأة شركات المساهمة برزت الحاجة إلى وجود آليات انتقال حقوق الملكية أو حقوق أصحاب الشركة وتداولها دون أن يؤثر ذلك على الشركة ذاتها ويعني ذلك إمكانية قيام بيع الأصول والتخلص منها فتنتقل الملكية من مالك لآخر دون الحاجة إلى تصفية، وقد كانت البورصات هي الحل. ومما سبق تبين أن الأسواق المالية أو بورصات الأوراق المالية في حد ذاتها لم تظهر مباشرة وإنما مرت بمراحل، ويختلف تعداد هذه المراحل وتقسيمها من باحث إلى آخر، حيث أن توجه من التوجهات قسم هذه المراحل التي مرت بها بورصة الأوراق المالية إلى أربعة هي[3]:

أ- **مرحلة قيام بورصات البضائع:** أنشئت بورصات البضائع في باريس عام 1304م على جسر الصرافة، وقبلها كان في بلجيكا، وتوالى إنشاؤها حيث أقيمت في

1- علي الفقيه: **متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن**، مداولات عن البورصة في اليمن، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، اليمن، 2001، ص:55.

2- سمير محمد حسن: **قياس كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر، 2005، ص 23.

أمستردام عام 1607، ثم بورصة لندن والتي تضاربت الآراء في تاريخ إنشائها إلا أنه وحسب الموقع الرسمي لبورصة لندن فإن تاريخ البورصة يعود إلى عام 1698 عندما بدأت التعاملات في مقهى يسمى بـ Jonathan's Coffee-house " حيث بدأت تنشر أسعار السلع الأساسية وقائمة الأوراق المالية، أما التعامل في بورصة جنيف بدأ عام 1750، ثم بورصة نيويورك عام 1792، وفي عام 1821 ظهرت بورصة روما.

ب- **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** بدأ التعامل بهذا النوع من الأوراق في القرن الثالث عشر في فرنسا وقد قام الملك فيليب الأشقر بتنظيم مهنة السمسرة، كما كان يتعامل في إنجلترا بسندات الائتمان.

ج- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:** ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يتم في بورصات البضائع، ولكن بعد خروج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصات البضائع بدأت لقاءاتهم تتم في بعض المقاهي وأماكن عادة ما تكون قريبة من بورصات البضائع، ففي لندن مثلا كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع بعد خروجهم من البورصة الملكية للبضائع، وفي الأيام الممطرة يذهبون إلى المقاهي، وفي أمريكا في عام 1790 أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد وكان التعامل في هذه الصكوك في المقاهي والطرقات وكان السماسرة يجتمعون في شارع "وول ستريت"، ثم انتقل التعامل إلى مقهى كان يسمى ب"مقهى تونتين"، أما في فرنسا فقبل افتتاح بورصة باريس فكان التعامل في شارع "كانانابو".[1]

د- **مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وقوانينها الخاصة:** وكان ذلك نتيجة التطور الصناعي الذي رافقته إقامة مشاريع ضخمة وزيادة في الدخول مما أدى إلى ظهور مؤسسات على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية مع التعامل بالأوراق المالية هذا كله أدى إلى نشوء أسواق الأوراق المالية.

3- أنواع البورصات:

يختلف تقسيم أنواع البورصات من مؤلف لآخر فنجدها تقسم إلى: [1]

أ- **بورصة البضائع:** كما تسمى ببورصات العقود أو البورصات التجارية حيث يجري فيها التعامل على سلع أو بضائع معينة، تكون هذه السلع غير قابلة للتلف، وتكاليف نقلها معقولة، ومواصفاتها قياسية محددة لا خلاف عليها، كما يتشرط أن يكون الطلب على هذه السلع يتميز بالاستمرار مثل، القطن، الصوف، الذهب... ويتم دفع ثمن السلع أو جزء منه عند الاستلام وعادة ما يأخذ إذنا باستلامها في نفس اليوم أو اليوم الموالي.

ب- **بورصة العقود:** هي البورصات التي يتم فيها بيع سلع غائبة غير حاضرة بسعر مغلق.

ج- **بورصة القطع:** وهي التي فيها تبادل العملات، أي الصرف، وذلك إما بسعر قطع فوري يتم به التبادل حاضرا، وإما بسعر قطع أجل، ويتم به التبادل بالآجل.

د- **بورصات المعادن النفسية:** وهي البورصة التي يتم فيها التعامل بالمعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين.

هـ- **بورصات الأوراق المالية:** ويعتبر وجود بورصة للأوراق المالية ضروري في أي بلد حيث أنها: " تعكس الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة ومكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية " [2]

كما أنها تعتبر ".... المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً

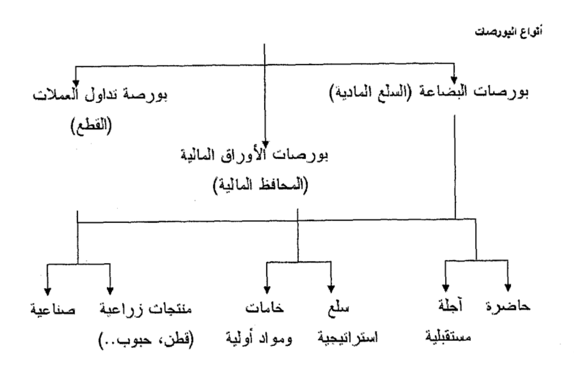
1- محمد الصيرفي , **البورصات** , دار الفكر الجامعي , الإسكندرية ,2007 ، ص73.

2- عبد الغفار حنفي ورسمية قريقاص: **البورصات والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 273.

وشراء والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة...". [1]

هذا ويوضح الشكل الموالي (2) أهم أنواع البورصات المتعارف عليها:

شكل رقم (2) أنواع البورصات



المصدر : محمد الصيرفي: البورصات، مرجع سابق ،ص : 78

1- محمد عثمان إسماعيل حميد: أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص:52

ثانيا: المؤشـــــرات

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المـــال المنظـــمة أو غـــير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقـــة تتـــيح للمؤشـــر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

والمؤشرات يفترض أن تتجه إلى الصعود في حالة اتجـــاه الـــسوق إلـــى الصعود، ويستطيع أي دارس لحركتها اليومية أن يقوم بقسمة مجموع القيم السوقية للأسهم المتعامل عليها كل يوم على مجموع اسهم هذه الشركات.[1] وبـــذلك يمكـــن استخراج سعر مرجح للأسهم المتعامل عليها فضلاً عن التعرف على حالة الـــسوق واتجاهاتها التي يعكس بها هذا المؤشر.

ويمكننا أن نحكم عن المؤشرات بأنها جيدة بكل بساطة إذا ما كانت تعكـــس حالة الاقتصاد الوطني بصورة مقاربة لواقعة، وهذا طبعاً لا يتـــوافر إلا إذا كانـــت السوق المالية الموجودة بالبلد تتسم بالكفاءة والنشاط وتحتوي على معظم المؤسسات التي تعكس حقيقة هذا الاقتصاد سواء كانت عمومية أو خاصة، ففي هـــذه الحالـــة تكون المؤشرات ذات أهمية بالغة في الاقتصادات.

1 – وظائف المؤشرات:

أ – التنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة: فمن خلال متابعة مؤشر السوق الماليـــة يمكننا الحكم على اقتصاد البلد أو على الحالة الاقتصادية للدولة عموماً، وقد أثبتـــت الكثير من الدراسات العلمية أنه يمكن التنبؤ بحالات الكساد وحالات الـــرواج قبـــل وقوعها، في حالة ما إذا كان المؤشر مصمم بطريقة دقيقة[2].

1 – المرجع السابق، ص ص: 111 – 112.

2 – سمير عبد الحميد رضوان: مرجع سابق، ص: 104.

ب- التنبؤ بحجم النشاط: كما يمكن للمؤشرات أنه تستعمل للتنبؤ بحجم نشاط التعامل في السوق وذلك من خلال تتبع حركة هذا المؤشر عبر عدة سنوات، وذلك باستخدام نماذج التنبؤ مثل المتوسطات المتحركة ومعادلات الاتجاه العام والمسماة في علم الاقتصاد بالسلاسل الزمنية.

ج- تقدير مخاطر السوق: عادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطر المنتظمة وهي مجموعة المخاطر التي لا يمكن تجنبها فتؤدي إلى زيادة أو انخفاض النشاط وحركة التداول في السوق، وأهم هذه المخاطر المنتظمة:

- مخاطر تغيير القدرة الشرائية للنقود وانخفاض قيمة العملة.
- مخاطر تغيير أسعار الفائدة.
- مخاطر الدورة التجارية والحالة الاقتصادية.

د- المساعدة في تكوين المحافظ الاستثمارية: من خلال تتبع حركة تطور المؤشر يستطيع المحلل المالي الوقوف على عائد ومخاطر السوق كما تساعد المؤشرات في تحقيق التنويع الجيد للمحافظ المالية، لذلك تلجأ الكثير من الشركات المتخصصة في تقييم الأوراق المالية إلى تقديم النصيحة للمستثمرين بتشكيل محفظة تتماثل مع عينة الأسهم التي يتكون منها مؤشر السوق.

هـ - قياس كفاءة السوق في توجيه المدخرات: تعمل المؤشرات على المساعدة في قياس كفاءة السوق في توجيه المدخرات، كما تكشف مدى تحقيق الهدف الأساسي من خلق السوق المالية ألا وهو التخصيص الأمثل للمدخرات على المؤسسات الاقتصادية بالدولة كما تكلمنا عنه بالجزء المخصص لوظائف السوق المالية وذلك من خلال مقارنة حركة المؤشر مع الناتج الوطني، أو من خلال متابعة تطور سوق الإصدار سواء كانت الإصدارات جديدة أو كانت في صورة رفع رؤوس أموال شركات قائمة من قبل.

يمكن للمؤشرات أن تقيس أداء قطاعات معينة فقط، كما هو الحال في

المؤشرات التي تقيس أداء الصناعات، وتقدر المخاطر التي تواجهها، مثل مؤشـــر داوجونز لصناعة النقل"Dow Jones Transportation Index " ومؤشـــر ســـتاند وبورز لصناعة الخدمات العامـــة "S&P public utilies index" ويحتـــوي هـــذا المؤشر على الخدمات العامة مثل الكهرباء والماء والتليفون وما شابه ذلك.

2 – أشهر المؤشرات (مؤشرات داو جونز):

تعتبر مؤشرات دوانجونز من أكثر المؤشرات شهرة في العالم وأقدمها، ونجد اليوم أكثر وسائل الإعلام المالية في جميع أنحاء العالم تتكلم عن هذا المؤشر وتتابع تحركاته سواء في الصحف المالية أو في المحطات التلفزيونية.

وصاحب هذه النظرية هو تشارلز داو وهو المحـــرر الأول لـــصحيفة "وول ستريت" بعد خبرة اكتسبها في البورصات العالمية من خلال عمله كسمسار، ويعتبر هو أول من وضع قواعد نظرية (القمم الثلاثة)، كما يمكن أن نعتبـــره أول مـــن وضع أسس وقواعد التحليل الفني، وقد طورت بعده هذه النظرية، وقـــد بنـــى "داو" نظريته لأول مرة كمقياس للاتجاه العام في بداية الأمر ولم يفكر فيها كوسيلة للتنبؤ بسوق الأسهم أو حتى كمرشد للمستثمر.

ورغم أن صاحب هذه النظرية لم يعمل بها كثيرا حيث توفى عـــام 1901 أي بعد عامين فقط من تقديمها فقد تم تطويرها من طرف الباحثين والدارسين للـــسوق وأبرزهم **W.P.Hamilton** وهو محرر كذلك بجريدة الـــ " وول ستريت " ، وقـــد أجريت مجموعة من التعديلات على هذه المؤشرات.

من بين أشهر مؤشرات "داوجونز" ما يلي:

- داوجونز الصناعي **Dow Jones Ind Average (DJIA)**

ويتكون من 30 شركة ويغطي قطاعات مختلفة في الصناعات.

- داوجونز لوسائل النقل **(DJTA) Dow Jones Transportion**

ويتشكل من 20 شركة من بينها 6 للخطوط الجوية

- داوجونز المرافق: Utility (DJUA)uDow Jones

ويحتوي على 15 شركة خاصة بالمرافق كالغاز والكهرباء

- داوجونز المركب: Dow Jones composite (DJCA)

هو مؤشر مركز وجامع يتكون من مجموعة الشركات المشكلة للمؤشرات الثلاثة السابقة فهو يشمل على 65 شركة السابقة.

- النيكاي 225: (Nikkei 225) أنشئ عام 1950، ويتضمن أسهم أكبر 225 شركة مقيدة في بورصة طوكيو ويماثل هذا المؤشر مؤشر داو جونز في الولايات المتحدة.
- الكاك 40: CAC 40 يتضمن أسهم أكبر 40 شركة مقيدة في بورصة باريس من حيث رأس المال السوقي.
- الداكس: أو الـXETRA DAX أنشئ عام 1988 ويتضمن أكبر 30 شركة مقيدة في بورصة فرانكفورت وأكثرها سيولة.
- مؤشر SSE أنشئ عام 1991 ويتضمن الأسهم المقيدة في بورصة شنغهاي.

ثالثاً: الوظائف الاقتصادية

1 – تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز[1].

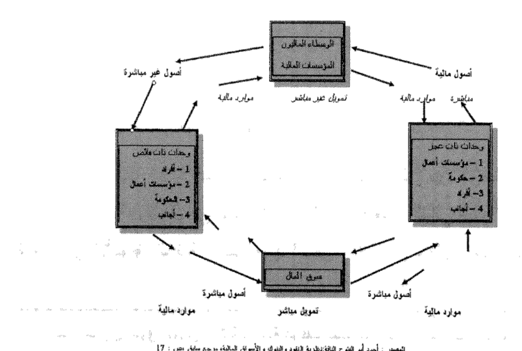
من الملاحظ أن هناك طريقتين لتمويل العجز وذلك حسب الشكل3، فالطريقة الأولى هي التمويل المباشر حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في سوق المال، مثلما يلتقي مستهلك السلع مع بائعها حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوقا مالية على نفسها، هذه الحقوق تسمى أصولاً مالية تعرضها على وحدات

---

1 – احمد ابو الفتوح الناقة: **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، منشورات كلية الاقتصاد جامعة الإسكندرية، مصر، 1994، ص ص:1817-

الفائض التي تشترى هذه الأصول مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات العجز، والأصول المالية التي تشتريها وحدات الفائض تسمى أصولا مباشرة لأن الذي أصدرها هي وحدات العجز نفسها وأهم الأصول المالية المباشرة هي الأسهم والسندات، والطريقة الثانية هي التمويل غير المباشر، حيث يتم التحويل من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال وهي أساسا البنوك وشركات التأمين ومؤسسات الادخار والإقراض وصناديق المعاشات... ومقابل هذا التمويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية، يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم، وتسمى أصولاً غير مباشرة مثل شهادات الاستثمار، شهادة الادخار..، ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى الوحدات ذات العجز التي تقوم بإصدار أصولا مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية، ومن الشكل نلاحظ أن مؤسسات قطاع الأعمال تأتي في مقدمة وحدات العجز التي تحتاج إلى موارد مالية ثم قطاع الأعمال في طلب التمويل، فتقوم الحكومة بإصدار سندات حكومية وأذون الخزانة، أما بالنسبة لوحدات الفائض فتأتي في مقدمتها العوائل ثم مؤسسات قطاع الأعمال.

شكل رقم (3) تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال



المصدر : أحمد أبو الفتوح الناقة،نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سابق ،ص : 17

2 – زيادة معدل النمو الاقتصادي:

من الواضح أن من بين الأهداف الاقتصادية التي تنشدها كل المجتمعات هي الوصول إلى نمو اقتصادي فعلي، ويمكن للأسواق المالية أن تساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي للبلدان من خلال الإسهام في زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني، وذلك حيث يعمل سوق الأوراق المالية على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام وتجميع صغار المدخرين والذين عادة لا يستطيعون القيام باستثمارات كبيرة وذلك لصغر حجم مدخراتهم، بالإضافة إلى عدم معرفتهم الجيدة بالفرص الاستثمارية المتاحة والمجدية، فشرائهم للأوراق المالية يعمل على زيادة رأس المال للشركات والمؤسسات الاستثمارية وبالتالي الزيادة في معدل نمو الاستثمار، وزيادة معدلات التشغيل وهذا يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي[1].

3 – الرقابة على أداء الشركات:

تعتبر الأسواق المالية (البورصات) أداة رقابية غير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تسرب أي أخبار عن تلك الشركة إلى البورصة، فترتفع أسعارها أو تنخفض، فيكون تقلب الأسعار بمثابة رقابة غير رسمية على أداء المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية.

4 – تحديد أسعار الأصول المالية:

إن وظيفة تحديد أسعار الأصول المالية تعتبر من بين الوظائف الأساسية للأسواق المالية، وتتمثل في تحديد السعر العادل للأصل المالي الذي يتم بيعه أو تداوله في الأسواق المالية، ويتم تحديد السعر العادل من خلال عمليات التداول،

1 – محمد الحاوري: **سوق الأوراق المالية وأهمية شركات المساهمة**، مداولات عن البورصة في اليمن، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، اليمن، 2001، ص ص:258-259

حيث يلتقي طلب راغبي شراء الأدوات المالية بعرض راغبي بيع الأدوات المالية[1].

ومن خلال تحديد السعر العادل يتم حماية المتعاملين في سوق المـــال مـــن شراء أدوات مالية مغالى في سعرها أو بيع أوراق مالية مسعرة بأقل من قيمتها.

5 - تخفيض تكاليف العمليات المالية:

إن هذه الوظيفة تقوم بها الأسواق المالية على أتم وجه فـــي حالـــة وجـــود أسواق مالية ذات كفاءة عالية، وهذه التكاليف المالية التي تقـــوم الأســـواق الماليـــة بتخصيصها هي [2]:

(أ) تكلفة البحث (ب) تكلفة المعلومات

أ- تكلفة البحث: هي التكاليف التي يتحملها المستثمر في الإعلان عن رغبتـــه في بيع أو شراء أحد الأصول المالية، فبدون وجود سوق مال يلجأ المستثمر إلـــى البحث عن مشتري أو كما بالبيع للأصول المالية فعليه هو أن يجد هذه السوق عن طريق البحث عن شخص قادر وراغب في شراء أو بيع ما يرغب فـــي بيعـــه أو شراء المستثمر الآخر.

ووجود السوق المالية يوفر على المستثمر ذلك عن طريـــق إيجـــاد الآليـــة المناسبة لالتقاء البائع والمشتري وبأقل قدر في التكلفة.

ب- تكلفة المعلومات:

أما عند تخفيض تكلفة المعلومات قيمة عن طريق التـــشريعات الخاضـــعة بسوق المال واللوائح المطبقة على المؤسسات (الشركات) ولأفـــراد المتعـــاملين، فمن الشروط الرئيسية لتداول الأصول المالية لأي مؤسسة في سوق المال الإفصاح

---

1 - خيري على الجزيري وفراج عبد العال: **إدارة المنشآت والأسواق المالية**، مطابع الـــولاء الحديثـــة، مـــصر، 2005، ص ص:257256-

2 المرجع السابق، ص ص: 63 - 65.

عن بياناتها التي يمكن أن تؤثر في تقييم الأصول المالية، وبالتالي تتوفر للمستثمر المعلومات والبيانات المالية والمحاسبية والمؤشرات الخاصة بالمؤسسة، لكي يتسنى لأي مستثمر عادي اتخاذ قراره بالبيع أو بالشراء، كما تنشر البيانات الخاصة بكل مؤسسة يومياً في جريدة سوق المال، وذلك بأقل تكلفة ممكنة.

6- سهولة استثمار رؤوس الأموال:

تتميز أسواق الأوراق المالية بسهولة الاستثمار بها، وذلك مقارنة بالاستثمارات في المجالات الأخرى، فالاستثمارات المالية أو غير المباشرة تتميز بسهولة رغم كبر معدلات الخطر فيها، كما أنه لا يشترط أن يكون رأس المال كبيراً، ولا تتحدد المدة عادة، كما أن الاستثمارات المالية تتيح فرصة التنويع فيمكن توزيع رأس المال المستثمر على مجموعة الأدوات المالية المتداولة [1].

ويمكن تلخيص الوظائف الاقتصادية على النحو الآتي:

1- تسهيل إقراض المؤسسات والحكومة على حد سواء مع توجيه الادخارات خصوصاً الصغيرة منها نحو الفرص الاستثمارية، وبالتالي المساهمة في التمويل والحد من العجز.

2- توازن تقلبات الأسعار قصيرة الأجل في الأوراق المالية من خلال منشطي الأسواق.

3- حماية الجمهور من عمليات النصب والاحتيال.

4- الرقابة على المؤسسات بطريقة غير مباشرة وذلك بقياس كفاءة المؤسسات المدرجة في البورصة.

5- إتاحة العديد من الفرص الاستثمارية وبالتالي يتمكن المستثمر من المفاضلة.

6- الحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني.

---

1 عبد الغفار حنفي وتحية قريقاص، مرجع سابق، ص:45.

7- تعكس حالة اقتصادات الدول خصوصا التي بها أسواق مالية ذات كفاءة عالية وبالتالي تساعد على التنبؤ بالحالة الاقتصادية والحالية المالية للدولة.

8- جذب الاستثمارات الأجنبية، والعمل على ربط الاستثمارات الأجنبية من خلال الترابط مع الأسواق المالية العالمية.

9- المساعدة على إسهام القطاع الخاص في زيادة معدل النمو.

10- توفير الطرق الشفافة لتنفيذ برامج الخصخصة.

11- تعمل على توفير التأمين التجاري الذي يقوم به المضاربون.

12- تسهيل الانتقال من استثمار إلى آخر ومن قطاع إلى قطاع آخر من خلال سهولة عمل وبيع الأدوات المالية.

13- توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية.

14- تعمل على تعزيز عمل آليات السوق.

15- رفع الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات.

16- تساعد الدولة في تحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية لتتغير كمية النقود للقضاء على التضخم أو الانكماش.

17- تضييق الفجوة بين الاستثمار قصير الأجل والاستثمار طويل الأجل

18- تقليل المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات وذلك بتكوين توليفة من الأصول المالية المتباينة في درجات المخاطرة، ويتم ذلك بما يعرف بمحافظ الاستثمار.

19- توفر بورصات الأوراق المالية العلانية الكاملة في التعامل في السلع المتجانسة (الأوراق المالية) حيث يعلن عن الكميات المطلوبة والمعروضة في الأوراق المالية على شاشات الحاسبات الآلية المنتشرة في حالة التعامل المخصصة لذلك، حيث يتم الإعلان عن اسم الشركة وسعر الورقة المالية واسم الوسيط وذلك لكي يتمكن كل المتعاملين من الحصول على المعلومات بحظوظ متساوية.

المبحث الثالث

الأدوات المالية المتداولة

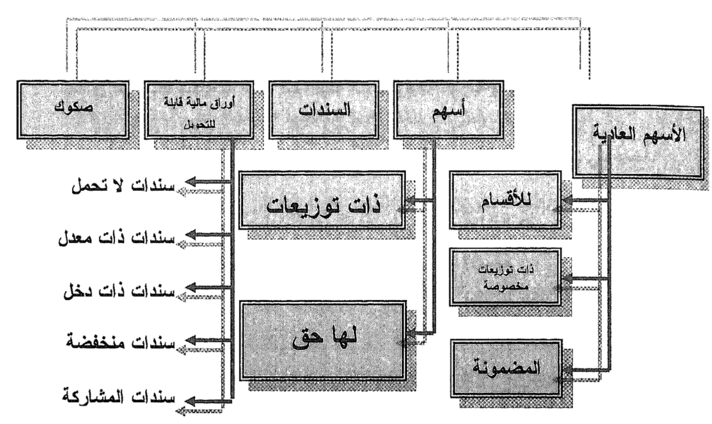
أولا:الأدوات المالية (التقليدية)

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات هي السلعة الرئيسة التي يتم تدولها في أسواق رأس المال، وعادة عندما نتكلم عن الأوراق المالية ينظر إلى الأسهم والسندات وذلك لأنها النوع الأكثر شيوعاً، إلا أن هنـــاك أدوات ماليـــة أخرى تسمى كذلك بالأدوات المالية الحديثة والتي نعرضها في الجزء الموالي.

و عن طبيعة الأوراق المالية التقليدية فتصنف حسب عدة اعتبارات، فنجـــدها تصن تصنف حسب شكلها القانوني فقد تكون اسمية أو لحاملها، كما أنهـــا تـــصنف حسب الحقوق الممنوحة لمالكيها، وقد تكون عينية أو نقدية، وتعتبر هـــذه الأوراق المالية الأدوات التي تفرزها الشركات ونسمي هذه الشركات بالشركات المـــصدرة للأوراق المالية، وتعتبر شركات المساهمة من أهم الشركات المـــصدرة لـــلأوراق المالية وهي عبارة شركات يكون راس مالها منقسما إلى أســـهم متـــساوية قابلـــة للتداول.

وقبل التطرق لأهم أنواع الأوراق المالية نعرض الشكل الموالي:

شكل رقم(04) الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال



المصدر:عاطف وندروز:السياسة المالية وسوق الأوراق المالية خلال فترة التحولات نحو اقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص:13

1- الأسهم:

تعرف الأسهم العادية على أنها سند ملكية في شـــركات المـــساهمة وشـــركات التوصية بالأسهم، وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أن ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمـــة ومـــستمرة، والـــسهم العادي هو صك ملكية له ثلاثة قيم، قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية.

القيمة الاسمية للسهم: هي القيمة التي يصدر بها السهم لأول مرة وتدون فـــي عقد التأسيس.

القيمة الدفترية: هي نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية على النحو التالي:

(رأس المال+ الاحتياطات+ الأرباح المحتجزة)/ عدد الأسهم

القيمة الـــسوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانويـــة، الـــذي يخضع لظروف العرض والطلب علما بأن هذه الظروف كثيرا مـــا تعكـــس البيئـــة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدوليـــة والداخلية، وانعكاسات التقلبات السوقية وتأثير الاقتصاد المحلي، ووضـــع الـــشركة وسياسات توزيع الأرباح.[1]

و الأسهم العادية إلى جانب أنها تمثل حقاً في الملكية فهي تخول لحاملها:

- حق الاشتراك في الجمعيات العمومية من خلال حق التـــصويت لانتخـــاب أعضاء مجلس إدارة الشركة وإصدار القرارات.

- حق الأولوية في الاكتتاب في حالة إصدار أسهم جديـــدة عنـــد رفـــع رأس المال.

---

1 رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلهـــا**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ، ص:18.

و للأسهم عدة تقسيمات، فقد تقسم حسب طبيعة إصـــدارها أو حـــسب شـــكلها القانوني، أو حسب عوائدها، وعموما فأهم أنواع الأسهم هي:

- **أسهم لحامليهـــا:** وذلك عندما يصدر السهم شهادة لا تحمل اسم صـــاحبها، ومن مزاياه أنه يوفر سهولة في التداول، ومن أكبر عيوبه أنه أكثر عرضه لمخاطر الضياع أو السرقة

- **أسهم اسمية:** وهي أن يسجل اسم صاحبها (حاملها) على الـــشهادة ويقيـــد اسمه في سجل الشركة.

- **أسهم إذنيه:** يكون صاحب السهم مقترنا بشرط الأمر أو الأذن وعليه فإنـــه يتم انتقال هذا السهم عن طريق التطهير.

وإلى جانب الأسهم العادية أو المألوفة فقد ظهرت توجهات جديدة في شأن الأسهم العادية نعددها فيما يلي:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:**

من المفروض أو في الأصل أنه يكون للمؤسسة (الشركة) الواحـــدة مجموعـــة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة، غير أن بعـــض الشركات العالمية مثل (جنرال موتورز) قد أصدرت فـــي منتـــصف الثمانينـــات أسهماً يرتبط كلاً منها بالأرباح التي يحققها قسم من الأقسام الإنتاجية، إلا أن هـــذا النوع قد خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المشترين.[1]

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

صدر في الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضـــريبي يـــسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها وذلك في ظل خطـــة

1- عبد الغفار حنفي قريقاص: **البورصات والأسواق المالية**, الدار الجامعية , القاهرة, 2002, ص: 276.

معينة لمشاركتهم في الشركة- وذلك بخصم توزيعات تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبية، إلا أن الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، فمثلا في مصر فإن هناك قانون نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين- المخصص لتمويل شراء الأسهم- من دفع الضريبة على 25% من الفوائد التي تحصل عليها. [1]

الأسهم العادية المضمونة:

ظهر هذا النوع من الأسهم كذلك في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أن هذا النوع من الأسهم العادية تعطي لصاحبها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حدٍ معين، وذلك خلال فترة محددة عقب الإصدار، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد، ولكن بعد انقضاء الفترة المنصوص عليها لا يحق للمستثمر المطالبة بأي تعويض، وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الأسهم تسمى بحقوق التعويض وذلك مقابل الأسهم المشتراة، كما يحق للمستثمر بيع الأسهم أو الحقوق منفصلين عن بعضهم البعض وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.[2]

2- السندات:

والسند هو " صك قابل للتداول يدين به حامل الشركة بمبلغ من المال قدم على سبيل القرض طويل الأجل، يعقد عن طريق الاكتتاب العام ليمنحه حق الحصول على الفوائد المشروطة أثناء المدة المحددة لبقائه، واقتضاء دينه عند انقضاء أجله "[3] والملاحظ أن معظم تعاريف السندات لا تكاد تختلف عن بعضها البعض فالسند هو

1- منير إبراهيم هندي: **الأوراق المالية وأسواق المال**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص:12.

2- المرجع السابق، ص: 20.

3 - أشرف محمد ذوابة: **نحو سوق مالية إسلامية**، مرجع سابق، ص: 41

دين من قارض (مستخدم) إلى مقرض (مؤسسة)، والتي يتعهد بإعادة المبلغ مع الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

كما أن للسندات توجهات جديدة نلخصها فيما يلي: [1]

أ- **سندات لا تحمل معدل:** فهي تباع بمعدل القيمة الاسمية علما بأن هذه القيمة تسترد عند انقضاء مدة الاستحقاق أو ما تسمى بمدة إطفاء السند، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد، إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

ب-**سندات ذات معدل فائدة متحركة:** استخدمت هذا النوع في السندات في منتصف الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدل الفائدة، مما ترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل.

- **سندات ذات دخل:** حيث لا يحق لحاملها المطالبة بالفوائد في حالة تحقيق أرباح.

- **سندات رديئة:** استخدمت في منتصف الثمانينيات لتمويل امتلاك أعضاء الإمارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمؤسسة التي يديرها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزءا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

3- الأسهم الممتازة:

كما تسمي الأسهم الهجينة، لأنها تجمع في خصائصها بين السهم والسند فهي تشبه السندات وتأتي في المرتبة الثانية من حيث الحصول علي العائد الدوري، استفاء ملاكها عند التصفية، كما أن شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة.

---

1 - لمزيد من التفاصيل أنظر:

- منير إبراهيم هندي: **الأوراق المالية وسوق المال**، مرجع سابق
- عبد الغفار حنفي وتحيه قريقاص: **البورصات والأسواق المالية**, مرجع سابق

وهي تتشبه الأسهم العادية من حيث أن لها سند ملكية له قيمة اسمية وأخرى سوقية كما أنها تراكمه فإنه يتعين تسديدها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية. [1]

وهناك فروقات بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات تظهر في الجدول الآتي:

جدول رقم (1) خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية / عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على دخل			
1- من حيث الأسبقية	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
2- من حيث مبلغ الدخل أو العائد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية			
1- درجة الأسبقية	**المرتبة الأولى**	**المرتبة الثانية**	**المرتبة الثالثة**
2- المبلغ	محدد	محدد (القيمة الإسمية)	المتبقي وغير محدد
ثالثاً: الحق في استرداد القيمة	إجباري	غير ملزم	المتبقي غير ملزم
1- تاريخ الاستحقاق	محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: محمد صيرفي: البورصات، مرجع سبق ذكره، ص: 62

4- حصص التأسيس:

إن حصص التأسيس عبارة عن صكوك تعطي لحاملها حقوق في أرباح الشركات دون أن تمثل حصص في رأسمال هذه الشركات وتمنح حصص التأسيس مكافأة على خدماتهم المبذولة في سبيل تأسيس للشركة. ومن هنا جاءت التسمية، كما أنها تُمنح لغير المؤسسين وتسمى عندئذ حصص الأرباح، وحصص التأسيس تختلف عن الأوراق المالية خصوصا الأسهم في أن ليس لها قيمة اسمية وإنما يحدد نصيبها في الأرباح، ولذلك لا تدخل في حساب رأس المال ولا يكون لأصحابها نصيب من فائض التصفية في حالة حل الشركة، وتكون قابلة للتداول بالطرق التجارية كما أنها لا تخول لصاحبها حق الاشتراك في الإدارة.[1]

وقد ظهرت حصص التأسيس أول مرة عام 1858 عند تأسيس شركة قناة السويس البحرية لمكافأة مؤسسي الشركة على الجهود التي بذلوها لإنجاح المشروع.و منذ ذلك الوقت انتشر هذا النوع من الصكوك.[2]

5- وثائق الاستثمار: تعتبر وثائق الاستثمار من الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات، إلا أنها تختلف عنها في أن المساهم في شركة الأموال يعتبر دائنا شخصيا للشركة باعتبارها شخص معنويا وتتضمن حقوقه حق الاشتراك في الإدارة باعتباره حقا أصلياً لا يجوز حرمانه منه.[3]

ثانيا: الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية)

بدأ التعامل بالمشتقات المالية أو الأوراق المالية المنتفعة بشكل عام والخيارات بشكل خاص رسميا في بداية السبعينيات، ومن ثم تطورت وازداد التعامل بها فوصل حجم التعامل بالمشتقات في عام 1978 إلي 8.5 تريليون دولار وانتقل إلى 12.3 تريليون دولار في منتصف عام 1994، وفي تقرير لبنك التسويات الدولية الصادر في الثلاثي الأول من عام 1996 حول حجم التعامل في أسواق المشتقات في

عام 1995 قدر بـ 1200 بليون دولار[1]

و تعرف المشتقات على أنها: "... هي عقود تشتق قيمتها في قيمة الأصول موضوع العقد، وتتمثل أساسا في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات وعقود المبادلة إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الافتراض والمشتقات..."[2]

و من الملاحظ أنه عند إحصاء أنواع المشتقات المالية هنالك من يكتفي بعقود الاختيارات والعقود المستقبلية فقط والبعض يضيف العقود الآجلة، أما عن التعريف الأخير هذا فقد قسم المشتقات المالية إلي:

1 - العقود الآجلة والمستقبلية.

2-عقود المبادلة.

3-عقود الخيارات.

4- التوريق.

1 ـ العقود الآجلة والمستقبلية:

تتم هذه العقود بين طرف بائع ومشتري حيث يتعهد البائع بتسليم أصل معين بكميات معينة وبسعر محدد وفي تاريخ محدد مستقبلا.

وجرى التعامل على العقود المالية المستقبلية لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو وبالضبط عام 1972 وكان محل العقد عملات أجنبية ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطورا مستمرا، فاستحدثت في عام 1975 عقود مستقبلية على أسعار الفائدة وبعدها عقود مستقبلية على أذونات الخزانة وعقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم.

والعقود المستقبلية هي امتداد للعقود الآجلة حيث أن العقود الآجلة هي: " اتفاقية

بين مستثمر ومؤسسة تقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق بسعر محدد سلفا" [1] والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها إلا أن هذه الاتفاقية تختلف عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويلها.

فكل طرف يمكن أن يبيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد، وفي العقود المستقبلية يطلق على البائع صاحب المركز القصير وعلى المشتري صاحب المركز الطويل، ويقض الاتفاق بينهما على تسليم البائع والمشتري الأوراق المالية في تاريخ لاحق يسمى بتاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراق حكومية.[2]

إذاً فكما سبقنا وأن ذكرنا فالعقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع والطرف المشتري وهذا الاتفاق يقضي بتسليم (سلعة ما) وهنا تكون السلعة أوراق مالية (أسهم وسندات) في تاريخ لاحق، وعلى الطرفين إيداع مبلغ مالي لدى سمسار الأوراق المالية الحكومية (أذونات الخزانة مثلا)، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد تسمي بالهامش المبدئي، وذلك غرض إثبات الجدية وحسن النية بين الطرفين، كما تستخدم لأغراض التسوية البورصية.[3]

2 –عقود المبادلة:

وهو أن يتفق طرفان على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية ويمكننا التمييز بين نوعين من عقود المبادلة:

- عقود مبادلة العملات
- عقود مبادلة أسعار الفائدة

أ ـ عقود مبادلة العملات:

تعتبر العقود التي تنشط فيها هذه العمليات من أكبر أسواق العقود تنظيمـــا، ومعظم المتعاملين في العملة الأجنبية بما فيهم غالبية البنوك الكبـــرى يـــستخدمون شبكات الاتصال الإلكتروني، حيث يتم توفير الأسعار والكميات للعملاء من أجـــل شراء وبيع العملات الأجنبية عند مختلف تواريخ التسويات لهذه العقود وعادة مـــا تكون 30 يوما أو 60 يوما أو 90 يوما. [1]

و عادة ما تتوفر البيانات عن معدل صرف العملة أمام عمـــلات أخـــرى فـــي السوق الحاضر أولا، ثم أسعار التبادل الآجلة لكل من التواريخ السالفة الذكر مـــثلا عقد يبرم بين شركة مصرية في حاجة إلى دولارات أمريكية، وأخرى أمريكية في حاجة إلى جنيهات مصرية لاستخدامها في تغطية عمليات في الـــسوق المـــصرية فتقوم الشركة المصرية باقتراض ما تحتاجه الشركة الأمريكية من جنيهـــات مـــن إحدى البنوك المصرية، كما تقوم الشركة الأمريكية في المقابل باقتراض احتياجات الشركة المصرية من الدولارات من خلال إحدى البنوك الأمريكية. وبـــذلك تقلـــل عقود المبادلة من تكلفة الاقتراض نتيجة لما تملكه كل شركة من ميزة نسبية ممثلـــة في حصولها على القرض من سوقها المحلي بسعر أفضل مما تـــستطيعه الـــشركة الأجنبية. [2]

ب ـ عقود مبادلة أسعار الفائدة:

وتسمى في أدبيات الأسواق المالية باتفاقيات المعـــدلات الآجلـــة ونجـــد أن معظم المصارف التي تنشط في الصرف الأجنبي، تنـــشط كـــذلك فـــي اتفاقيـــات المعدلات الآجلة، وتتم هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلـــة نمـــط مختلف من التدفقات النقدية.

واتفاقيات المعدل الآجل تنبثق عن العقد الآجل في مجال الودائع وهي اتفاقيات

تجري فيما بين البنوك الكبرى، حيث يوافق أحد البنوك على إيداع مال لدى بنك آخر، ويتضمن الاتفاق قيمة الوديعة، والتاريخ المستقبلي الذي يتم فيه الإيداع ومعدل الفائدة على الوديعة، وشروط الإيداع.

3 – الخيارات (عقود الخيارات):

كما تسمى كذلك بالاختيارات، ويُعرَّف الاختيار على أنه " هو ذلك العقد الذي يعطي لحاملة الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معين (أو خلال فترة معينة) وله الحق كذلك في أن ينفذِ أو لا ينفذ عملية البيع والشراء "[1]

وعقود الاختيار هي وسائل يلجأ لها المستثمرون بهدف التقليل من المخاطر المتعلقة باستثماراتهم سواء أكانت أسهما أو عملات أو أي سلع أخرى.

فنجده يُعرف عقود الاختيار كذلك بأنها " أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية كما يستخدمها المستثمرون المضاربون بهدف تحقيق الأرباح " [2] فالخيارات تعطي حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي بسعر محدد متفق عليه مقدما ويسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة (وهو ليس التزاما)، ويكون ذلك نظير مبلغ معين غير قابل للاسترجاع، يدفع لبائع العقد على سبيل التعويض أو المكافئة يطلق عليه اسم العلاوة، ويبقى هذا الحق صالحا إلى غاية انتهاء مدة الاستحقاق.

كما عُرّف عقد الاختيار كذلك بأنه " هو عقد بين طرفين مشتري وبائع بموجبه يعطي الحق للمشتري مالك الخيار – وليس الالتزام – بشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد يطلق عليه (strike price) خلال فترة زمنية محددة تنتهي بانتهاء تاريخ محدد يطلق عليه تاريخ الانقضاء "[3]، وحق الشراء أو حق البيع يقصد به الحق في عدم إتمام الصفقة أو التعاقد[4]، ويمكن تصنيف الخيارات وفقا لـ:

أ- تصنيف الخيارات حسب نوع الصفقة:

- **خيار الشراء:** يمنح خيار الشراء الحق في شراء أصل معين بسعر محـــدد في خلال فترة معينة مقابل مكافئة محددة، ففي حالة شراء الخيار من قبل المشتري يعطي المشتري لبائع هذا الخيار علاوة أو ثمنا مناسبا، وهذا الحق يلـــزم محـــرر الخيار بعملية البيع.

- **خيار البيع:** يسمى كذلك خيار الاستدعاء وفيه يكون من حـــق المـــستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تـــاريخ معـــين نظير مكافأة، يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار، وفي هذا النوع يتوقع مـــشترى حق الخيار أن تنخفض أسعار الأوراق المالية على عكس محرر حق الاختيار الذي يتوقع الارتفاع.

- **الخيار المزدوج:** وهذا النوع يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء في عقـــد واحد ويكون فيه حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء / بيع عدد من الأوراق المالية السعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المـــشتري لمحـــرر حـــق الخيار.

ب- حسب ملكية الأوراق المالية:

الخيار المغطي: هو خيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، يكون فيـــه محـــرر العقد مالكا فعليا للأوراق المالية التي يتم التعاقد عليها.

الخيار غير المغطي: له نفس خصائص الخيار المغطي إلا أن محرر العقـــد لا يكون مالكا فعليا للأوراق المالية.

ج- حسب تاريخ الاستحقاق:

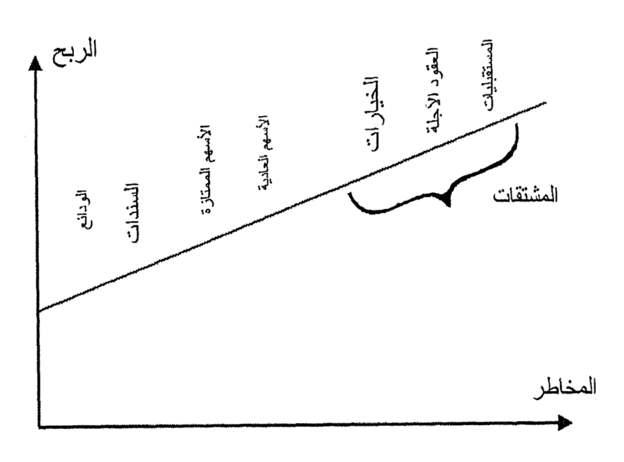
وهو حق خيار بيع أو شراء أو كلاهما معا، وهناك من يتم تنفيذه فـــي أي

وقت خلال الفترة التي تمتد من إبرام العقد حتى نهايته ويسمى بالخيار الأمريكي أما إذا ما لم يتم التنفيذ إلا عند انتهاء المدة المحددة فيطلق عليه الخيار الأوروبي.

ومن الملاحظ أن الخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات تدخل ضمن سوق واحد ويسمى بسوق المشتقات وهذا السوق قد يكون سوقا مستقلا أو جزء من السوق الحاضر.

والشكل التالي يبين الأدوات سابقة الذكر وعلاقتها بالربحية والمخاطر

<u>الشكل رقم (05) علاقة الأدوات المالية بالربحية</u>



المصدر: محمد الصيرفي: البورصات، مرجع سابق، ص: 62

4 ـ التوريق أو التسنيد "Titrisation":

لقد أصبحت كلمة التوريق شائعة في الأوساط المالية والنقدية والاقتصادية وذلك منذ أواخر الثمانينيات، إلا أنه حدث خلط في مفهومها والمقصود منها.

و من الواضح أن عملية التوريق هي عملية ذات أهمية لكل أطرافها، الدائن والمدين والوسيط والمستثمر.

تعتمد آلية التوريق على تجميع حزمة من القروض أو بمعنى آخر ديون ذات تدفقات نقدية آجلة تتسم بقدر من الثبات على المدى المتوسط أو الطويل، فهي تمثل عقودا ذات مواصفات خاصة وطبيعة متماثلة ولا تتمتع بسيولة كافية، ويتم إعادة بيع هذه الحزمة من الأصول في صورة إصدار أوراق مالية جديدة، وتدر هذه الأوراق المصدرة معدلا لعائد الاستثمار بها.[1]

كما عرف أحدهم التوريق بأنه " هو إصدار سندات مقابل أوراق قبض (كمبيالات، سندات أذنية، أوراق تجارية...) تمثل مديونية قائمة لصالح الجهة المصدرة للسندات، ومسحوبة على عملاء تقسيط لمنتجات مثل السيارات أو الأجهزة المنزلية أو عملاء التقسيط العقاري.[2]

كما ذهب في تعريفه آخرون بأنه " عملية يتم بموجبها تحويل محفظة حقوق مالية والضمانات الملحقة بها من مؤسسة مالية أو شركة إلى شركة أخرى متخصصة في نشاط التوريق، كي تصدر مقابل تلك الحقوق سندات متوسطة وطويلة الأجل وتُرد قيمة المحفظة المالية إلى المؤسسة المالية أو الشركة، والتي تعيد تدوير هذه الأموال في نشاطها".[3]

وقد عُرف التوريق أيضا على أنه" هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تسند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام

بالوفاء بالدين ".[1]

كما ترى الحجازي أن هذا التعريف يرتكز على خمسة أركان:

ـ وجود علاقة دائنة أصلية.

ـ رغبة الدائن في التخلص من سندات الدين التي تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى تحل محله.

ـ قيام الجهة المحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة في صورة أسهم أو سندات قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية.

ـ استناد الأوراق الجديدة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.

ـ وجود مستمر.

المبحث الرابع

البورصة في الاقتصادات الرأسمالية والمتخلفة

يرتبط نمو أسواق الأوراق المالية ارتباطا وثيقا بالنمو العام في الاقتصاد، فعلى المستويات المنخفضة من التنمية الاقتصادية تهيمن البنوك على النظام المالي وبينما تنمو الاقتصادات تتطور معها أسواق الأوراق المالية، فنجاح هذه الأسواق يعتمد على قوة النظام الاقتصادي والمالي عموما وبالتالي فإن الجهود التي تبذل لإصلاحها لا يمكن أن تتم بمعزل عن الاقتصاد. [1] وفيما يلي عرض لنشأة وتطور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الرأسمالي والمتخلف.

أولا:البورصة في الاقتصاديات المتخلفة

تعتبر الدول المتخلفة حديثة العهد بأسواق الأوراق المالية، حيث كانت تعمل من خلال أسواق دول المركز لأن المعاملات في أسواق المواد الأولية كانت تتم في دول أوربا قبل الحرب العالمية الثانية [2]، وكانت أسواق الأوراق المالية في غالبية الدول المتخلفة محدودة الأهمية، لأن الكثير من هذه الدول كانت تخضع لسيطرة الاحتلال أو الحماية الأجنبية، وبالتالي كان يسودها التخلف والتبعية، ومن أجل أن يحكم الاستعمار سيطرته على ثروات البلدان المتخلفة فقد أنشأ فيها نظما مالية ونقدية تابعة وذلك بهدف زيادة تبعيتها الاقتصادية وخاصة التجارية، ولإحكام الارتباط بالأسواق الرأسمالية المتقدمة، وقد عملت الاستثمارات الأجنبية على استغلال المواد الأولية لتصديرها للأسواق الخارجية، وتصريف المنتجات المصنعة

---

1 – البنك الدولي: **مؤشرات التنمية في العالم**، عام 2000، ص: 267.

2 – سليمان المنذري: **البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص ص: 26 – 30.

إلى أسواق الدول النامية وبذلك نشأ نمط استعماري لتقسيم العمل الدولي، حيث يستغل الاستعمار المواد الأولية، وثروات الدول المتخلفة في إقامة صناعاته ومشروعاته التي هي النواة لقيام سوق أوراق مالية، وتبقى الدول النامية سوقا يروج فيها هذه المنتجات إضافة إلى قيامها بإنتاج المواد الأولية التي تشكل العمود الفقري لصناعات الدول المتقدمة، وبذلك شارك الاستثمار الأجنبي داخل البلدان المتخلفة في التخصص في الإنتاج الأولي المُعد للتصدير [1] وطبقا للظروف الاقتصادية التي أحاطته كان سيئ الأثر بالنسبة لتلك الاقتصادات، لأنه قد نقل معظم الآثار التراكمية للاستثمار إلى الاقتصاد المصدر لرأس المال، وحرم منها الاقتصاد النامي الذي يسيطر عليه الاستعمار، كما جعل الاقتصاد المتخلف يتخصص في إنتاج المواد الخام الصناعية أو الزراعية اللازمة للاقتصادات المتقدمة، ويحرم اقتصادات الدول النامية من إقامة الشركات الصناعية والزراعية، وهي أساس التقدم والتنمية والبنيان الذي تقوم عليه أسواق الأوراق المالية الأولية.[2]

وقد كانت المؤسسات المالية التي خلقت في المستعمرات تقدم التسهيلات اللازمة لتنمية المنتجات الأولية، وليس لخلق تنمية اقتصادية حقيقية في الدول النامية، ومن ثم اتخذت التبعية الاقتصادية للخارج نمطا يختلف جزئيا من الناحية التاريخية عن النموذج الاستعماري للاستثمار الأجنبي الذي انتشر في الفترات السابقة سواء في إنتاج المواد الأولية الأساسية للاستهلاك محليا، أو للصناعة في الخارج، وقد نتج عن ذلك اعتماد التجارة الخارجية للدول المتخلفة وخاصة الصادرات على سلعة أولية واحدة، أو عدد محدود من السلع الأولية. ولم تقتصر التبعية الاقتصادية للخارج على المظاهر السالفة فحسب، بل قامت المؤسسات

1 – سليمان المنذري: **الأسواق العربية لرأس المال نشأتها التاريخية خصائصها الأساسية إمكانات التكامل فيما بينها**، دار الرازي للطباعة والنشر، مصر، 1987، ص: 34.

2 – عبد الباسط وفا: **دراسات في مشكلات التجارة الخارجية**، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 144.

الأجنبية في الدول النامية بالسيطرة على العمليات المرتبطة بالتجارة الخارجية من مراكز التصدير والاستيراد، وبنوك وشركات تأمين، ووسائل النقل.

إضافة إلى ما سبق اتخذت التبعية للخارج صورة الاعتماد على انسياب رؤوس الأموال الأجنبية من البلاد المتقدمة في تمويل جانب يعتد به من الاستثمار القومي، أي في الاعتماد على مدخرات البلاد المتقدمة في تعزيز المدخرات المحلية، وتمويل الاستثمارات في الدول النامية ولم تعمل على خلق أسواق مالية دولية تتسم بالكفاءة في الدول النامية، وذلك بإنشاء شركات صناعية وزراعية وخدمية لأن أسهم وسندات هذه الشركات تمثل النواة الرئيسة لإنشاء أسواق الأوراق المالية، أو هي الأداة التي يتم التعامل عليها في هذه الأسواق، وهي وسيلة تجميع المدخرات وتعبئتها للمشاركة في عملية التنمية الاقتصادية، وقد أدى الوضع السابق إلى عدم وجود أسواق أوراق مالية متطورة في الدول النامية وحتى إذا وجدت أسواق فهي أسواق ناشئة وضعيفة في بنيتها، وحجمها وتنظيمها، ووظائفها، كما أن الشركات المساهمة كانت قليلة العدد محدودة الإمكانات المالية، إضافة إلى عدم توافر مؤسسات الوساطة المالية وأجهزة الادخار، كما أن هذه المؤسسات متواضعة في وظائفها وأدواتها.

وقد كان لذلك آثار متعددة على كافة جوانب الحياة الاقتصادية، والمالية والاجتماعية، والسياسية في هذه الدول التي يتسم أسلوب عمل النظام المالي فيها بالتخلف مما يؤثر على الكفاءة الاقتصادية ومن الجدير بالذكر أن الدول النامية لديها معدلات علاقات تمويلية متبادلة أقل من المعدلات السائدة في أوربا وأمريكا الشمالية، وكذلك فإن تكلفة التمويل بما فيها معدلات الفائدة والنفقات الأخرى أقل في الدول المتقدمة تمويليا عن الدول الأقل تقدما[1]، ومن ذلك يمكن القول أن وجود

---

1 – السيد عطية عبد الواحد: **الأسواق المالية الدولية وظائفها مشكلاتها مدى إمكانية مساهمتها في تنمية الدول النامية والدول العربية والإسلامية**، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص:37.

أسواق أوراق مالية يتطلب أولا وجود اقتصادات قادرة على توفير مدخرات تتجه نحو الاستثمار في الأوراق المالية وغيرها من أوجه الاستثمار، وهذا غير متوافر في الدول النامية حيث يلاحظ أن مستوى النمو غير كاف بها، وبالتالي مستوى الدخول المتاحة لا يسمح بوجود مدخرات فائضة تتجه إلى أسواق الأوراق المالية إلى جانب قلة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية، والافتقار إلى الخبرة والممارسة العملية في هذا المجال.

ومن الجدير بالذكر أن غالبية الشركات المساهمة في الدول النامية تمثل ملكية أجنبية (الرأس المال الأجنبي) والبعض الآخر ملكية عائلية أي (شركات مغلقة)، كما أن صيغة الاستثمار تختلف في الدول النامية عنها في الدول المتقدمة ويرجع ذلك إلى أن الذين يقومون بعملية الادخار هم في الغالب أنفسهم الذين يقومون بالاستثمار.

ففي أغلب الأحيان تكون هاتان العمليتان صفقات شخصية يقوم بها نفس الأشخاص لاعتبارات عائلية، ولا شك أن عنصر الثقة يلعب دورا أساسيا في توجيه المدخرات الخاصة نحو الاستثمار المباشر أو غير المباشر.

وفي ظل غياب المؤسسات المالية أو الوجود الضعيف لها في الدول النامية مثل بنوك الاستثمار أو شركات ضامني تغطية الإصدارات الجديدة وصناديق المعاشات وشركات التأمين ضعف قاعدة الاستثمار غير المباشر وندرة الأدوات المالية إضافة إلى رفض الإقراض بفائدة، لأسباب دينية جعلت كل العناصر السابقة من أهم أسباب ضعف المدخرات الخاصة وإحجامها عن التدفق إلى المؤسسات الاستثمارية في الدول النامية.

ثانياً: ملامح البورصة في الدول المتخلفة

في الدول المتقدمة فقد قامت قنوات الاستثمار غير المباشر بدور مهم في

توضيح وظائف المؤسسات المالية وتنشيط الاستثمار. خاصة الشركات المساهمة وشركات التأمين والادخار، إلا أن عدم وجود بورصات منظمة لتداول الأوراق المالية في الكثير من الدول النامية كان أحد الأسباب المهمة التي ساعدت في الحد من إقبال المدخرين على الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة إلى جانب الظروف الاجتماعية وضعف الوعي المالي وعدم فهم طبيعة المعاملات في الأسواق المالية[1].

وقد بلغ مجموع بورصات الأوراق المالية في الدول النامية قبل الحرب العالمية الثانية إحدى عشر بورصة، سبع بورصات في أمريكا اللاتينية وأربع بورصات في المستعمرات البريطانية، أما حالة سوق الأوراق المالية في الدول النامية في سنوات ما قبل الحرب العالمية فقد كان عرض الأوراق المالية والطلب عليها محدودا جداً، وكانت المدخرات المتاحة للسكان تستخدم إما في الاستثمار المباشر أو في حيازة موجودات مثل الذهب والفضة والعملات الأجنبية، ومن جهة أخرى فالطلب على الأوراق المالية كان يتم بهدف حيازة الأوراق المالية الأجنبية[2].

بعد الاستقلال السياسي للدول النامية والبدء في تنفيذ خطط وبرامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية، بدأ الوضع يتغير حيث انتشرت الشركات المساهمة الوطنية وشركات الأشخاص وتطور النظام المصرفي ووجد البنك المركزي والبنوك المتخصصة وتوسعت المؤسسات المالية وأجهزة الادخار وشركات التأمين كما قامت الحكومات بإصدار الأوراق المالية لتمويل احتياجاتها النقدية وأيضا قامت بتطوير الأسواق المالية لديها ووضع البرامج اللازمة لذلك، فمنذ منتصف الستينيات أخذت الكثير من الدول العربية والأفريقية ودول أمريكا اللاتينية بالبحث عن وسائل تمويل التنمية الاقتصادية بالاعتماد على الذات، وذلك للأسباب الآتية:

---

1 – سليمان المنذري:: **الأسواق العربية لرأس المال نشأتها التاريخية خصائصها الأساسية إمكانات التكامل فيما بينها**، مرجع سابق ص37:

2 – تقرير عن التنمية في العالم، سنة 1979، ص: 67.

1- عدم نجاح سياسة المساعدات الأجنبية خلال الخمسينيات في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي، فضلا عن إخفاق السياسات المالية والحكومية في الستينيات التي تضمنت تأثيرات سلبية وذلك للسياسة الضريبية في زيادة المدخرات الإجمالية من جهة وعدم تماشي سياسة الإنفاق على المشروعات الرأسمالية، أو تخفيض الاستثمارات مع الإمكانيات الاقتصادية من جهة أخرى، وقد أدى ذلك إلى اتباع بعض الحكومات السياسات الهادفة إلى تشجيع المدخرات المحلية الخاصة من خلال توجيه هذه المدخرات نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيميها. [1]

2- التوسع النقدي وزيادة نمو القوة الشرائية وتزايد الوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية وظهور بعض الدراسات المتخصصة في هذا المجال، حيث تم توجيه الأنظار نحو الأدوات المالية والأسواق التي تستخدم فيها، وقد نجحت أسواق الأوراق المالية في بعض الدول النامية حيث ظهرت بعض المؤشرات الإيجابية لأسواق الأوراق المالية في دول مثل الهند والبرازيل وسنغافورة والمالاوي وان كان بعضها قد أصيب بنكسات. [2]

يتضح مما سبق أن الدول النامية اتسمت في الفترة الماضية بضيق وصغر نطاق وحجم أسواق الأوراق المالية بها، وكذلك الأسواق النقدية، وصغر حجم التعامل فيها، كما أن هذه الأسواق نمت من خلال اقتصادات الدول الصناعية المتقدمة المهيمنة على اقتصادها أي تبعيتها الكاملة لأسواق الدول المتقدمة يرجع ضيق وضآلة حجم أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات المتخلفة إلى بطء نمو مرحلة الرأسمالية فيها.

1 - سيلمان المنذري:**الأسواق العربية لرأس المال نشأتها التاريخية خصائصها الأساسية إمكانات التكامل فيما بينها**، مرجع سابق، ص:38 - 39.

2 - سليمان المنذري: **الأسواق العربية لرأس المال نشأتها التاريخية خصائصها الأساسية وإمكانات التكامل فيما بينها**، مرجع سابق، ص: 39.

خلاصة

تعتبر الأسواق المالية ركيزة لدعم وتحقيق التوازن الاقتصادي في أي مجتمع خاصة المجتمعات التي تعتمد على آليات السوق، وذلك عن طريق ما تكفلـه مـن وظائف كتوفير السيولة من ناحية وفتح قنوات جديدة للاستثمار، حيث تتميز بالقدرة على تنويع البدائل الاستثمارية والتي تطرحها في شكل أدوات ماليـة تقابـل بهـا الرغبات المتغيرة والمتعددة للمدخرين والمستثمرين من أفراد ومؤسسات.

وبالرغم من التقسيمات المختلفة للأسواق المالية والتي تختلـف فـي تـواريخ استحقاقها وطبيعتها وأنواعها وطرق التعامل بها إلا أنه يصعب الفصل بينهـا فـي الواقع العملي نتيجة لتداخل المعاملات، فالأسواق المالية تعمل علـى الجمـع بـين الوحدات ذات العجز والوحدات ذات الفائض بكل أنواعها ويتحقق ذلك من خـلال تهيئة المناخ المناسب من ظروف وأماكن وقواعد ونظم وتشريعات من أجل تحقيق هذا الالتقاء.

تمهيد

إن العلاقة بين الخصخصة وسوق الأوراق المالية هي علاقة مزدوجة ، فكما تؤدي الخصخصة لتنمية وتنشيط البورصات فإن أسواق رأس المال هي إحدى المتطلبات لنجاح الخصخصة والاستمرار فيها، حيث تسهم في توفير رأس المال النقدي الذي تحتاجه تلك الشركات التي ستخضع للخصخصة من ناحية ومن ناحية أخرى فالبورصات تساعد على تقييم الشركات من خلال تحديد قيمة الأسهم المطروحة.

و قبل دخول الشركات للبورصة أي خصخصتها عن طريق أسواق رأس المال فهي تحتاج إلى تقييم أصولها، وتعتبر هذه المشكلة من بين المشاكل التي تواجهها الخصخصة بالبورصات حيث أنها تلاقي الكثير من الانتقادات وبالتالي لا تسهل عملية تسعير الأسهم وهذا ما سيجيب عنه هذا الفصل في كل من الجزء الأول والثاني، إضافة إلى محاولة جمـع جملة من الشروط ومبررات اللجوء إلى هذا الأسلوب.

الفصل الثالث

الخصخصة بالبورصة ومدى ملاءمتها للمؤسسات المختارة

لقد تعددت أشكال الخصخصة كما رأينا في الفصل المخصص لها، وإضافة للتقسيمات التي تكلننا عنها فإن هنالك تقسيم آخر ينظر للخصخصة من جانب أنها إما أن تتم عن طريق الأسواق المالية أو خارجها وما نهتم بها في فصلنا هذا هي الخصخصة بالأسواق المالية، فإذا ما أردنا أن ندرج أسهم شركة عمومية في إحدى الأسواق المالية، فيجب أن نتوصل إلى تحديد السعر العادل للسهم من اجل عملية الاكتتاب فما هي الطرق التي يتم بها ذلك وأيها أنسب لمختلف أشكال الشركات العمومية ؟

المبحث الأول

طرق تقييم المؤسسات العمومية لغرض الخصخصة

تعتبر مسألة التقييم كما ذكرنا سابقا من بين المشاكل والعقبات التي نتلقاها اتجاه المؤسسات المنتظر خصخصتها، إذًا فقبْل الولوج في مشكلة اختيار الطريقة التي ستتم بواسطتها الخصخصة يتطلب الأمر تقييم المؤسسة، وتعتبر هذه المشكلة من المسائل الشائكة عند جمهور المهتمين، ففي بداية الأمر يجب أن نُسلم بأنه لا يوجد معيار يتسم بقبول عام لتقييم أصول وخصوم الشركات، فكل الجهات التي تقوم بإعداد دراسات التقييم سواء كانت مكاتب خبرة أو مستثمرين تلجأ إلى استخدام طرق مختلفة لا تؤدى حتماً إلى نفس النتائج، والتقييم يعتمد على طرق مختلفة متعارف عليها عند أهل المحاسبة، ونرى بأنه من الأفضل تقييم المؤسسات بأكثر من طريقة قبل عرضها للبيع، وذلك لتتوافر أمام الجهات المختصة قيم مختلفة تقربها من الوصول إلى القيمة الحقيقية.

عادة ما يقترح مالك المؤسسة وهو الدولة في هذه الحالة بيع جزء منها أو كلها وذلك عبر أسواق الأوراق المالية، فما هي أهم الطرق التي تقيم بها المؤسسات العمومية لغرض الخصخصة؟

وقبل التقييم هنالك بعض العوامل يجب أخذها في الحسبان قبل تقييم الشركات[1]:

---

1 – محمد عثمان إسماعيل حميد: **أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص ص:3، 4

الغرض من التقييم: إن الغرض من التقييم يؤثر تأثيرا مباشرا في اختيار الطريقة المعتمدة للتقييم فقد يكون الغرض من التقييم بيع المؤسسة بالكامل أو جزء منها، أو دمجها مع مؤسسة أخرى أو رفع رأسمالها.

الخبرات اللازمة للتقييم: حيث يحتاج التقييم إلى مجموعة متكاملة من الخبراء الماليين والمحاسبين وتقنيي التسويق والمصارف، إضافةً إلى القانونيين.

ـ طبيعة نشاط المؤسسة وحجمها وعدد فروعها وعمالها، بالإضافة إلى ارتباطاتها القانونية

ـ مدى توفر المعلومات والبيانات الخاصة بالأرقام القياسية العامة والخاصة على مستوى الدولة.

وأكثر طرق التقييم شيوعاً نذكرها على النحو الآتي:

1- التكلفة التاريخية.

2- التكلفة التاريخية المعدلة.

3- التكلفة الاستبدالية.

4- التكلفة الاستبدالية المعدلة.

5- صافي التدفقات النقدية ال.متوقعة.

6- صافي تدفقات القيمة السوقية.

ونلخصها في ثلاثة زمر على النحو الآتي:

أولا: مداخل التقييم التاريخي

ثانياً: مداخل التقييم الاستبدالي

ثالثاً : مداخل تقييم أخرى

أولا: مداخل التقييم التاريخي

1/ طريقة التكلفة التاريخية

إن القوائم المالية ومنذ أن نشأ علم المحاسبة تُعد على أساس مبدأ التكلفة التاريخية في قياس النفقات أو الأصول بالمؤسسة، حيث تقاس قيم هذه النفقات أو الأصول على أساس ما دفعته فعلاً فيها المؤسسة، كما يتم قياس الأرباح المحققة عن فترة معينة بمقابل إجمالي الإيرادات التي تم الحصول عليها خلال الفترة بإجمالي التكاليف الأصلية.

وتتميز بيانات قياس التكلفة التاريخية بجانب كبير من الموضوعية، لاعتمادها على عمليات فعلية ما يسمح بمراجعتها والتحقق منها. ويعتمد هذا الأسلوب عادة على آخر موقف مالي للشركة مُعد من طرف مراقبي الحسابات، ويعتمد هذا المدخل التقييمي على الحالة المالية للشركة من واقع المستندات والدفاتر والسجلات المحاسبية وفقاً للأساس التاريخي، و على استخراج المؤشرات المالية التي تسمح لنا بمعرفة الوضع المالي والاقتصادي قبل الخصخصة، و منه نتمكن من معرفة العقبات التي تتعرض لنشاطها.

وتستند هذه الطريقة على مجموعة من الأسس نعرضها على النحو الآتي:

أ- التقييم الدفتري: (طبقا للأساس التاريخي) لعناصر أصول وخصوم الشركة في تاريخ الخصخصة وذلك استنادا على بيانات الحسابات الختامية والميزانية المعدة في ذلك التاريخ مع ضرورة مراقبتها واعتمادها من الأطراف المختصة(مراقبي الحسابات والجمعية العامة)

ب- اتباع الأسس المحاسبية السليمة وأهمها:

- اقتصار الأصول الظاهرة على الأصول المملوكة للشركة بعد التحقق من الملكية عن طريق المستندات والدفاتر، و استبعاد أية أصول يثبت أنها غير مملوكة للشركة.

- حصر أصول وخصوم الشركة من واقع الدفاتر والسجلات المحاسبية وسجلات الجرد.
- تحديد كل الأصول التي تم استهلاكها دفترياً بالكامل ومازالت تعمل بالإنتاج وفق النظم المحاسبية، والتأكد من أن هذه الاستهلاكات محسوبة طبقاً للمعدلات المنصوص عليها في النظام المحاسبي.

وللقيام بتقييم أصول وخصوم الشركة المراد خصخصتها وتحديد قيمة صافي الأصول أو ما يسمى بحقوق الملكية على أساس التكلفة التاريخية، يستلزم الأمر اتباع الخطوات الآتية:

1 ـ فحص تقني لسجلات ودفاتر الشركة، و التحقق من أصول الشركة وفقا لآخر ميزانية قبل القيام بإجراءت الخصخصة.

2 ـ تحديد صافي القيمة الدفترية للأصول باستبعاد مخصص الديون المشكوك فيها

3 ـ فحص وتحقيق الالتزامات التي على الشركة للغير.

4 ـ تحديد صافي حقوق الملكية، وقسمتها على عدد أسهم الشركة لتحديد القيمة الدفترية للسهم.

ويتميز هذا الأسلوب بالقبول لدى غالبية المحاسبين لكونه يعتمد على استخدام القيم الدفترية أو التاريخية لتحديد قيمة صافي الأصول وحساب إجمالي الاستثمار طبقا لمبدأ التكلفة التاريخية المتعارف عليه، حيث تُمكن هذه الطريقة من تحديد القيمة الدفترية للسهم والتي تعبر عن نصيب السهم من صافي أصول الشركة وهي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية للسهم حسب نتائج الأعمال والأرباح المحتجزة في صورة احتياطات.

وتشوب هذه الطريقة بعض العيوب لأن التكلفة التاريخية لا تعد دوماً مقياساً صحيحا، خصوصاً في الدول النامية والتي تعاني من معدلات تضخم عالية[1]، لأنها لا تأخذ التغيرات الاقتصادية سواءً المحلية أو العالمية في الاعتبار، ومن أهمها التغيير في أسعار الصرف ومعدلات التضخم العالمية والمحلية[2]، لذلك لن نعتمد على القوائم المالية للمؤسسات مباشرة وإنما سنعتمد على نسب لإزاحة المؤثرات الخارجية المذكورة سابقاً، وذلك عند قيامنا بدراسة الحالة.

كما أن طريقة التكلفة التاريخية لا تعمل على إظهار الأرباح والمركز المالي بوجه صحيح، فالربح يختلط برأس المال، مما يؤدي إلى عدم المحافظة على رأس المال وإمكانية توزيع جزء منه في صورة أرباح.كما أن هذا المعيار لا يتماشى مع المعيار الدولي الخامس عشر من المعايير الدولية للمحاسبة ، والذي ينص على ضرورة الأخذ في عين الاعتبار آثار تغيرات الأسعار على البيانات المحاسبية والتقييم عند إعداد الحسابات الختامية طبقاً للأسعار الجارية وإضافة الفروق بين التكلفة التاريخية والجارية للأصول، وذلك للمحافظة على القوة الشرائية لحقوق الملكية في ظل المستوى العام للأسعار.

بالإضافة إلى أن هذه الطريقة تستخدم توليفة من الوحدات النقدية ذات قوة شرائية مختلفة، حيث أن وحدة القياس المستخدمة تختلف وتتفاوت قوتها الشرائية من مرة لأخرى لذلك فقد اهتدىَ علماء المحاسبة إلى إجراء تعديل على مزيج من الأرقام غير المتجانسة وابتكرت طريقة التكلفة التاريخية المعدلة.

1- إيهاب الدسوقى: **الخصخصة والإصلاح الاقتصادي فى الدول النامية**، مرجع سابق، ص: 59

2- صفاء جرجس تادرس: **دراسة تحليلية لتقييم شركات القطاع العام بغرض الخصخصة** (مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول "الخصخصة والأوراق المالية")، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 16-17 مارس 1996، مصر، ص ص: 19-20

2 / طريقة التكلفة التاريخية المعدلة:

تعتمد هذه الطريقة على إحلال وحدات قياس موحدة ذات قوة شرائية متكافئة بدلاً من الوحدات النقدية الأصلية، وتستخدم الأرقام القياسية العامة لإجراء عملية الإحلال والتي تظهر إثر التغير في المستوى العام للأسعار حيث تعدل القيم التاريخية المتضمنة في قائمة المركز المالي إلى ما يوازيها في الوقت الحالي من وحدات نقدية حالية لها نفس القدرة من القوة الشرائية التي كانت سائدة وقت حيازتها.

وبهذا يمكن أن تظهر الشركات بميزانياتها بمقدار القوة الشرائية بدلاً من الوحدات النقدية التي أُنفقت فيها عند شرائها، وبذلك فتقود الوحدة النقدية للتقييم مرة ثانية على أساس قدرتها الشرائية.

القيمة التاريخية المعدلة = التكلفة التاريخية للأصول × ط التغير فى القوة الشرائية حتى تاريخ البيع[1].

وتستند هذه الطريقة إلى مجموعة من الأسس نعرضها على النحو الآتي:

أ- إعداد قائمة المركز المالي للشركة محل الخصخصة طبقا لطريقة التكاليف التاريخية بعد إجراء التعديلات المذكورة سالفاً.

ب- تصنيف عناصر المركز المالي إلى مجموعتين:

- العناصر النقدية: وهي تلك الحقوق التي يجب تحصيلها أو سدادها في صورة وحدات نقدية جاري التعامل بها، و تظل كما هي دون تعديل لأي القيم التاريخية لا تتغير بما يطرأ على السوق.

---

1 – أحمد سالم: **الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة**، منشورات جامعة الزقازيق، مصر، ص:58

• العناصر غير النقدية: وهي العناصر التي تتجاوب بطبيعتها مع التغيير الجاري في قيمة وحدة النقود، و لذلك فهي تحتاج إلى تعديلات أي وحدات نقدية ذات قوة شرائية جارية، و تتضمن العناصر غير النقدية (الأصول المادية مثل المحزونات والأصول الثابتة).

ج- تحديد الرقم القياسي المناسب لتغيرات وحدة النقود التي يمكن قياسها بالتغير في النفقات اللازمة للاحتفاظ بمستوى معيشة معين من فترة لأخرى[1]، والأرقام القياسية المستخدمة عادة تخص أسعار التجزئة، لذا تسمى بالأرقام القياسية لأسعار المستهلكين[2].

د- تعديل العناصر غير النقدية باستخدام الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك وفقا للمعادلة التالية:

الرقم القياسي في نهاية الفترة الحالية (تاريخ التقويم)

القيمة التاريخية المعدلة للعنصر= ق م ع

الرقم القياسي في تاريخ حيازة العنصر

هـ- تحديد إجمالي القيمة التاريخية للأصول وتحسب على النحو التالي:

إجمالي القيمة التاريخية للأصول النقدية + القيمة التاريخية المعدلة للأصول غير النقدية

1 – المرجع السابق، ص: 58

2 – أحمد ماهر:**دليل المدير في الخصخصة**، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، 1994، ص:192

و_ تحديد القيمة التاريخية المعدلة لصافي الأصول (صافي حقوق الملكية التاريخية المعدلة للأصول غير النقدية) =

إجمالي القيمة التاريخية المعدلة للأصول ــ إجمالي القيمة التاريخية للخصوم

ز – تحديد القيمة الدفترية المعدلة للسهم طبقا لطريقة التكلفة التاريخية المعدلة:

= صافي حقوق الملكية التاريخية المعدلة / عدد أسهم الشركة

ويتسم هذا الأسلوب من التقييم بالبساطة والسهولة لاعتماده على الأرقام القياسية، والتي تكون سهلة الاستيعاب من قبل القائم على إعداد المعلومات المحاسبية أو مستخدميها.

ومن عيوب هذه الطريقة أنها لا تأخذ في عين الاعتبار النتائج المتوقع تحقيقها، سواءً كان ذلك في الأجل القصير أو الأجل الطويل أي قدرة السهم على تحقيق أرباح في المستقبل، كما أنها لانعكس القيمة الحقيقية للشركة لأنها تبقى تعاني من أخطاء التوقيت وعدم ارتباط القيمة الناتجة عن التقييم بالمنافع أو الأرباح أو التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة[1].

ثانياً: مداخل التقييم الإستبدالي

1/ طريقة التقييم على أساس التكلفة الاستبدالية

تعمل هذه الطريقة بمعزل كلي عن القياس التاريخي، فهي تقوم على أساس القيمة الجارية في التقييم حيث تتم من خلال حساب إحلال أصل محل أصل آخر من نفس النوع وحسب المواصفات في تاريخ التقييم، الأمر الذي يقتضي شراء

1- هشام أبو الغار: **وقائع أربع سنوات خصخصة**، كتاب الأهرام الاقتصادي، عدد 55، مصر، 1994، ص: 59

أصول جديدة بالقيمة الحالية، وهذه الأصول المشتراة يجب أن تكون مماثلة للأصول التي يتم تقييمها بعد خصم الاستهلاك المجمع عن المدة التي انقضت من وقت ملكية الأصل حتى تاريخ التقييم.

وبالتالي فالتكلفة الاسبتدالية يقصد بها التكاليف التي يمكن أن تتحملها الشركة من أجل استبدال الأصل بأصل مماثل في قدرته الإنتاجية، ولا يلزم أن يكون مطابقاً له من حيث مواصفاته الفنية أو مكوناته، وهنالك عدة مفاهيم للتكلفة الاستبدالية نعرضها على النحو التالي:

- تكلفة شراء الأصل أو ما يكافئه في قدرته الإنتاجية في سوق منظمة للأصول المستعملة.

- تكلفة شراء أصل مماثل جديد معه تخفيض نسبة الصلاحية لتعويض الفرق بين حالته المادية وبما يتميز به من تقدم تكنولوجي وبين الأصل موضوع التقييم فعندما يتعذر وجود أصل مستعمل مماثل للأصل الذي يراد تقييمه تلجأ لهذا المفهوم ويمكن الوصول لأسعار شراء الأصول الجديدة عن طريق الاتصال المباشر بالموردين أو عن طريق قوائم.

- استخدام الأرقام القياسية الخاصة لتعديل التكلفة الأصلية للأصول التي يجرى تقيمها لتعكس سعر شرائها الذي كان سيدفع فيها لو كانت موجودة، والأرقام القياسية تُظهر لنا التغيرات في أسعار بعض السلع الخاصة أكثر من إظهارها لأثر التغير في المستوى العام للأسعار فقد تتفاوت الأرقام القياسية لكل مجموعة من الأصول المتشابهة بمعدل يختلف من حيث الحجم والاتجاه عن معدل التغير في المستوى العام للأسعار وعلى ذلك نتوصل إلى سعر الشراء الجاري للأصول التي يجرى تقييمها.

ومن ملاحظتنا لهذه المفاهيم الثلاثة فإن المفهوم الأخير أكثر تفسيراً للتكلفة

الاستبدالية الجارية نظراً لاعتماده على قاعدة البيانات الأساسية التي يوفرها أسلوب قياس التكلفة التاريخية خاصة بالنسبة للآلات والمعدات والتجهيزات، وذلك لأنها لا توجد أسواق منظمة للأصول المستعملة خصوصاً في الدول النامية، إضافة إلى أن المعدات والتجهيزات المقتناة منذ مدة طويلة قد يصعب وجود أصول لهـا سـواء بسبب توقف إنتاجها أو التطور التكنولوجي الذي قد يحدث في مواصفاتها.

إلا أن طريقة التكلفة الاستبدالية تواجه عقبات وتتمثل فـي صـعوبة الأصـل المماثل في وقت التقييم كما أنها قد تتأثر بالرأي الشخصي لواضعي القوائم الماليـة إلا أنها تعمل على تزويد المستثمر بمعلومات مفيدة تمكنه من الحصول على النتائج الحقيقية للمؤسسة كما أن لها ميزة ثانية وهي تمكين المقرضين من التعرف علـى قيمة الأصول الضامنة لقروضهم[1].

تعتبر هذه الطريقة منهجاً لتحديد التكلفة الاستبدالية للأصول غير النقدية نذكر منها على سبيل المثال الأراضي والمباني والآلات والتجهيزات والمخزونات.... إلخ[2].

2/ التقييم على أساس التكلفة الاستبدالية المعدلة:

تهدف هذه الطريقة إلى التعرف على حقيقة المركز المالي للشركة على أساس القيمة الاستبدالية أو الجارية للأصول، و ما إذا كانت الاختلالات التي تعاني منهـا على مستوى هيكلها الاقتصادي أم أنها ناتجة عن أسباب وعوامـل مؤقتـة تـزول بمعالجتها.

تقوم هذه الطريقة على بعض النقائص أو الانتقادات التي توجه لسابقتها فيمـا يخص تعديل يبنى على أساس الأثر الناتج عن التغيير في المستوى العام للأسعار،

1- أيهاب الدسوقي: **التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية**، مرجع سـابق , ص: 59

2 - أحمد سالم: **الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة**, منشورات جامعة الزقـازيق، مصر، 1996، ص ص: 73-98.

بالإضافة إلى التغيير في الأسعار الخاصة بأصول الشركة. وعلى هذا فالتعديل سيشتمل كل من وحدة القياس وأساس القياس، أي أن طريقة التكلفة الاستبدالية المعدلة تجمع بين تغير أساس القياس من التكلفة التاريخية إلى الاستبدالية الجارية ووحدة القياس من قوة شرائية ثابتة إلى وحدات قياس ذات قوة شرائية متكافئة.

وتأخذ هذه الطريقة عند القيام بإجراءات التقييم إحدى المسارين:

_ المسار الأول: استخدام بيانات القيم الدفترية أو التاريخية ثم تعديلها بأثر التغير في مستوى الأسعار باستخدام الأرقام القياسية لأسعار الاستهلاك لتصل إلى القيم التاريخية المعدلة، ثم تعديل هذه الأخيرة بأثر التغير في مستوى الأسعار الخاصة للأصول (باستخدام الأرقام القياسية النوعية لهذه الأصول) للتوصل إلى القيم الاستبدالية المعدلة.

_ المسار الثاني: استخدام مخرجات طريقة التكلفة الاستبدالية ثم تعديلها بأثر التغير في المستوى العام للأسعار (باستخدام الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين) للتوصل إلى القيم الاستبدالية المعدلة.

إن هذه الطريقة تعمل على الجمع بين مزايا كل من طريقة التكلفة الاستبدالية وطريقة التكلفة التاريخية المعدلة، فهي تتجنب الأخطاء الناتجة عن التغيير في القوة الشرائية للنقود وأخطاء التوقيت نتيجة تأجيل الاعتراف بالتغير في القيمة حتى يتوافر الدليل الموضوعي لذلك[1]. إلا أنها توجه لها بعض الانتقادات وأهمها تجاهلها تقييم الأصول المعنوية مثل الاسم التجاري والشهرة.و تجاهلها التقييم على أساس القيمة السوقية للأصول، والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقع أن تحققها الشركة محل التقييم (الأرباح)، لذلك سنعرض في الجزء الموالي بعض الطرق التي أخذت في عين الاعتبار هذه الانتقادات.

1ـــ المرجع السابق، ص ص: 98 ـــ 99

ثالثا: طرق تقييم أخرى

1/ التقييم على أساس صافي التدفقات النقدية المتوقعة

وفق هذه الطريقة تتحدد قيمة حقوق الملكية على ضوء مدى قدرة المؤسسة والشركة على تحقيق أرباح مستقبلية على أساس دراسة جدوى متكاملة.

ويرجح الكثير من الكتاب هذه الطريقة لكونها تعتبر أكثر الطرق واقعية خاصة بالنسبة للشركات المتوقع استمراريتها وذلك إذا لم يكن في نية المستثمرين الجدد بيعها، كما أن هذه الطريقة تنظر إلى المؤسسة (الشركة) كوحدة اقتصادية متكاملة تتكون من مجموعة الأصول والالتزامات التي تتفاعل مع بعضها البعض في ظل تنظيم معين يخطط ويوجه ويراقب[1].

ورغم ذلك فهذه الطريقة قد تواجه صعوبة في عملية التحديد الدقيق للإيرادات المتوقعة في المستقبل كما أنها لا تصلح لتقييم الشركات التي لم يسبق لها تحديد أرباح في الماضي.

2/ التقييم على أساس القيمة السوقية:

والقيمة السوقية تنتج عن حاصل ضرب قيمة السهم في البورصة في عدد أسهم المشروع، وهي تشترط أن يكون سوق السهم واضح ويتسم سعره بقدر من الاستقرار[2].

2- أبو الفتوح فضال: **الخصخصة وإصلاح الهياكل التمويلية**، مجلة كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد 4، مصر، 1997، ص: 54

1- حميدة مختار: **دور البورصة فى تفعيل عملية الخصخصة مع دراسة حالة الجزائر**، رسالة ماجستير غير منشورة, جامعة الجزائر، 2001، ص:18

ومن الواضح أن هذه الطريقة لا تصلح إلا للمؤسسات المسجلة في البورصة وبالتالي فهي خارج نطاق التقييم لغرض الخصخصة، كما أنها تتطلب الأخذ في الاعتبار ضرورة أن يكون سوق الأسهم واضحاً ويتسم بقدر من الاستقرار[1].

وعموما فمشكلة التقييم رغم كثرة مداخلها وطرقها إلا أنها تتسم بقدر من التعقيد، والهدف منها هو الوصول إلى قيم عادله من أجل بيع المؤسسات العمومية.

رابعاً- معايير المفاضلة بين طرق التقييم:

يتبين مما سبق تعدد الطرق التي يتم استخدامها في تقييم أصول المؤسسات المطروحة للخصخصة، ومن ثم تحديد قيمة المؤسسة المراد خصخصتها أو السهم ومن الملاحظ كذلك أن هذه الأساليب المحاسبية متباينة من حيث فرضياتها وإجراءاتها، و بالتالي فالاختلاف في نتائج التقييم يصبح وارداً، و تطبيق مجموعة من الطرق لتقييم أي مؤسسة سيؤدي حتماً إلى نتائج متباينة لنفس المؤسسة وذلك ما يحتم على المشرفين المفاضلة والاختيار بين هذه الأساليب. ويستلزم الأخذ في عين الاعتبار ببعض المعايير[2] ليتسنى لنا اختيار الطريقة القريبة من القيمة الصحيحة والعادلة للمؤسسة ولأسهمها.

1- فرضية المحافظة على رأس المال:

من المتعارف عليه أن رأس المال الحقيقي يعبر عن رأس المال المعدل على أساس القيمة الاسمية، أي أنه معبر عنه بوحدة النقد الاسمية، أما عن رأس المال

2- Longueville Guy: Les privatisation Française avant et après la crise boursière de 1987, Dunod, Paris, 1990, p:90

3-علي أبو الفتوح شتا: **مداخل التقويم المحاسبي في ظل إستراتيجيات خصخصة الملكية بين النظرية والتطبيق**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد1، يناير 99، القاهرة، ص.ص: 573-578

المادي فهو المعبر عنه بالطاقة التشغيلية واعتماداً على هذا المفهوم فإننا يجب أن نأخذ في الاعتبار رأس المال المادي كذلك وليس رأس المال الحقيقي فقط عند الإقدام على عملية الخصخصة، فالتقييم السليم هو الذي يعمل على الحفاظ على رأس المال المادي ورأس المال الحقيقي على حد سواء، أما عن رأس المال المالي فإنه غير ملائم كثيراً لكونه لا يعبر عن التغبير في القدرة الشرائية وذلك في ظل الارتفاع المستمر للأسعار، وكما ذكرنا سابقاً فطريقة التقييم على أساس التكلفة التاريخية تهمل التغيرات في الأسعار، إذاً فهي طريقة لا تتماشى مع مفهومي رأس المال المالي ورأس المال الحقيقي فهي ليست سوى تعبيراً عن رأس المال المالي إلا أن المداخل الأخرى للتقييم أخذتها في الحسبان.

2-النظر إلى فرضية دقة القياس المحاسبي:

مراعاة مدى ملائمة الطريقة المختارة للتقييم مع طبيعة المؤسسة محل الخصخصة ولطبيعة نشاطها مع ضرورة مراعاة طريقة التقييم مع الأهداف.

فالتقييم لأغراض تصفية المؤسسات العمومية يتلاءم مع طريقة القيمة السوقية للأصول في تاريخ البيع أما إذا كان التقييم لأغراض الاندماج فإن ذلك يتناسب مع طريقة التقييم على أساس العوائد المتوقعة عن طريق رسملة الأرباح المتوقعة أو عن طريق التدفقات النقدية المتوقعة بينما إذا كان الغرض من تقييم المؤسسة هو الاستمرار فإن ذلك يتماشى مع طريقة القيمة السوقية.

إلا أننا لا نود الخوض كثيراً في هذه النقطة حيث يتركها للباحثين المختصين في المحاسبة، وما يؤكد عليه هو ضرورة ملائمة طريقة التقييم لطبيعة المؤسسة من جهة وللغرض من التقييم من جهة أخرى.

وفيما يخص مسألة المفاضلة بين طرق التقييم فقد أجريت دراسة في هذا

المجال[1] وتوصلت إلى أن الطرق المعتمدة على التكاليف التاريخية أو التكاليف الاستبدالية سواء العادية أو المعدلة فإن هذه الطرق لا تصلح للمؤسسات المستمرة ولا للأصول المقرر الاستغناء عنها، أما عن طريقة القيمة السوقية للأصول فهي ملائمة لهذا النوع من المؤسسات، كما توصلت هذه الدراسة إلى أن طريقة التكلفة التاريخية لا تراعي الحفاظ على رأس المال الحقيقي والمادي، أما عن التكلفة التاريخية المعدلة فهي تهمل رأس المال المادي، أما عن باقي طرق التقييم فهي تعمل على مراعاة رأس المال الحقيقي والمادي.

وفيما يخص دقة القياس المحاسبي فقد توصلت هذه الدراسة إلى أن طريقة التكلفة التاريخية ينتج عن تطبيقها أخطاء في التوقيت وأخرى في القياس، إلا أن التكلفة التاريخية المعدلة ينتج عن تطبيقها التقليل من أخطاء القياس، وعلى عكس ذلك فإن التكلفة الاستبدالية تعمل على التقليل من أخطاء التوقيت، أما فيما يخص طريقة التكلفة المعدلة فيبدو أنها تقلل من أخطاء التوقيت والقياس على حد سواء.

1- المرجع السابق، ص: 578

المبحث الثاني

استراتيجيات تحويل الملكية عن طريق البورصة

يناقش هذا الجزء أهم أساليب الخصخصة بواسطة البورصة وذلك للتعرف عليها،

ونتناول فيه الطرق التالية: العرض العام بالبيع والعرض العام بالتبادل ثم زيادة رأس المال بالإضافة إلى الطريقة المألوفة، وللإشارة فإننا سنركز على العرض العام بالبيع لما تتميز به هذه الطريقة من تعقيدات.

أولا: العرض العام بالبيع كطريقة رئيسة

1- العرض العام بالبيع ماهيته وأشكاله

والمقصود بهذه الطريقة أن تطرح الدولة للجمهور كل أسهم رأس المال أو جزء منها للبيع من خلال البورصة، وعند ذلك يتطلب الأمر القيام بتقسيم الشركة وتقدير عدد الأسهم وتحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم، ثم تطرح للاكتتاب العام وقد يكون هذا الطرح كلياً أو جزئياً، فأما إذا كان الطرح كلياً فإن ذلك يستلزم توافر مجموعة من الشروط ولعل أهمها أن تكون البورصة ذات فعالية عالية وعلى قدر عال من الكفاءة وذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب أن تتوافر مدخرات محلية وأن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين وصغار المدخرين على حد سواء، لذلك فإن هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من دول العالم غير المتقدم لما تتسم به بورصاتها من عدم الكفاءة وصغر الحجم وقلة المدخرات.

وأما إذا كان البيع جزئياً فيكون أكثر انسجاما مع حالة بلدان العالم النامي لأنه يتم بالتدريج في بيع الأسهم، قد يمكننا مراقبة العملية والتحكم فيها وتفادي المخاطر أقصى ما يمكن.

كما أن بيع الأسهم بشكل جزئي يناسب عملية تحويل الملكية عن طريق البورصات التي تمت إعادة هيكلتها كما أن هذه الطريقة يمكن أن تساعد على وجود عدد أكبر من المساهمين مما يوسع قاعدة الملكية، وبالتالي يخلق نوعاً من الرضى وعدم الانتقاد لدى النقابات العمالية والمعارضين لبرامج الخصخصة من سياسيين وغيرهم.

وقد أُتبعت هذه الطريقة في تطبيق سياسات الخصخصة في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE"[1]، وتبعاً لهذه الطريقة فإننا نثير نقطتين، فالأولى هي قيمة المؤسسة المعروضة للبيع والتي تحسب بإحدى الطرق التي عرضناها سابقاً، أما الثانية فهي تحديد أسعار الأسهم المعروضة للبيع والتي يجب أن تحقق علاقة المساواة بين الجزء المعروض للبيع من جهة وسعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة من جهة أخرى.

وعموما فوفق هذا الأسلوب فإن الحكومات تعلن عن نيتها في بيع علني لأسهم المؤسسة المراد خصخصتها وذلك عن طريق المزايدة، فعلى كل من يريد الاكتتاب في أسهمها أن يحدد العدد المراد شراؤه من الأسهم والسعر المقترح، وكما جرت العادة في هذا النوع من المعاملات، فإنه يؤخذ بأعلى الأسعار المقترحة، و التي تغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب ويتم ذلك بواسطة قوائم للمكتتبين ويؤخذ بالسعر الأكثر انخفاضا في قوائمهم.وقد طبق هذا الأسلوب بصفة خاصة في بريطانيا من خلال بيع مجموعة من الشركات من بينها British Petroleum و Cable and warless في عام 1973 [2].

و عن نماذج العرض العام بالبيع، فيمكننا التمييز بين نوعين: العرض العام

1- Michel Durand, la bourse, édition la découverte, paris, 1987, p:42

2- Santitni J: Les dénationalisation Britanniques , document économique français,France,1993 p216

بالبيع العام المعتاد والعرض العام بالبيع الاسمي، و الاسمية هنا لا علاقة لها بطبيعة الصكوك وإنما تطلق على الإجراءات أي إن الاكتتاب موجه لفئات معينة دون غيرها.

ويمكننا التمييز بين أسلوبين من أساليب العرض العام بالبيع، و نعتمد في التمييز بينهما على كيفية تحديد السعر، و قد يكون السعر محددا قبل البيع أو يتم تحديده عن طريق المزايدة، و بالتالي ينتج عن ذلك أسلوبين:

أ/ البيع بالمزايدة:

والمقصود بهذا الأسلوب أن تعلن الحكومة عن نيتها في بيع أسهم المؤسسة بالتزايد وعلى كل من يريد الاكتتاب أن يحدد عدد الأسهم التي يرغب في شرائها ويقترح السعر، و في يوم المزايدة تقبل قائمة المكتتبين الذين اقترحوا السعر الأعلى، و التي تغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب فيشترون الأسهم بالسعر الأكثر انخفاضا في قائمتهم.

ويتميز هذا الأسلوب بأنه يحيل للبورصة تحديد قيمة المؤسسة بدلا من تحديدها من طرف بيوت الخبرة المالية، فقد لجأت بريطانيا إلى استعمال هذه الطريقة لتتجنب بيع الأصول العمومية بأسعار رخيصة، فتبين لها نظريا أن البورصة تسمح عن طريق المزايدة بتحديد الأسعار الحقيقية[1].

إلا أن هذه الطريقة تشوبها بعض النقائص ذلك أن البيع بالمزايدة لا يشجع كثيرا صغار المدخرين بسبب ما يكتنفه من غموض وتعقيد مقارنة بالبيع بسعر محدد ، كما أن ميول الحكومات إلى توسيع المشاركة الشعبية يعمل على عدم تطبيق المزايدة بالمعنى الفعلي لها فقد تعطى الأولوية لصغار المدخرين على حساب مؤسسات توظيف الأموال.

1- Rolland Y:les privatisation en Grandes Bretagne , sme , France, sa, p:121

وعلى المستوى العملي فقد أثبت هذا الأسلوب أن النتائج المحصل عليها كانت سلبية أكثر منها إيجابية، فالتجربة البريطانية والتي تعتبر مهد هذه الطريقة أكدت غلبة حالات الفشل على حالات النجاح، فقد فشلت ثلاثة حالات مقابل نجاح حالتين [1]، كما لوحظ أن في هاتين الحالتين الأخيرتين ارتفع سعر السهم مما يؤدي إلى سلوك أحد الطريقين:

إما تخفيض سعر الإصدار الذي تم تحديده من قبل، أي النزول بالسعر إلى الحد الأدنى كما حدث في بيع شركة British.Petroleum.

أو أن تلتزم الشركة اضطرارا بإعادة شراء الصكوك تجنبا لانخفاض السعر عن سعر الإصدار.

وخلاصة لما سبق فالبيع بالتزايد يتطلب الاكتتاب بسعر أعلى من السعر الأدنى المحدد مسبقاً من قبل الدولة، ويتطلب ذلك عدداً كافياً من المكتتبين يتنافسون لكي ترتفع الأسعار، وهذا أمر غير مضمون.

ب/ أسلوب البيع بسعر محدد:

وفق هذا الأسلوب تحدد الحكومة أسعار الأسهم، و تعتبر هذه الطريقة الأقل خطرا حيث لا يشكك في سعر البيع، وعليه فالمشترين لديهم علم مسبق بأسعار هذه الأسهم فإذا كان على قدر كاف من الجاذبية يجعل نجاح العملية مضمونا، كما أن العملية هنا تتسم بالشفافية والوضوح، فشروط العرض معلنة في البورصة ولدى الوسطاء الماليين وفي الصحافة المالية، كما تكون شروط المساهمة واضحة.

2- إشكالية تحديد سعر السهم وفق طريقة البيع بسعر محدد:

أنه وكما ذكرنا سابقاً يجب أن تكون هنالك علاقة بين سعر العرض وقيمة المؤسسة المعروضة للبيع، فسعر العرض أو سعر الأسهم المعروضة للبيع ينبغي

1- Longueville Guy:Les privatisation Française avant et après la crises boursière de1987,op.cit p:19

أن يعد انعكاسا لقيمة المؤسسة والتي تكون مقيمة بإحدى الطرق المذكورة في الجزء السابق ومن ثم يجب أن تظهر هذه العلاقة، أي المساواة بين قيمة المؤسسة المعروضة للبيع أو الجزء المعروض للبيع وسعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة، فكيف يتم تحديد سعر السهم؟

إن سعر السهم نظرياً ينتج عن حاصل قسمة قيمة المؤسسة على عدد الأسهم وعدد قيمة المؤسسة وفق إحدى الطرق سالفة الذكر بينما على المستوى العلمي فهنالك الكثير من الصعوبات قد نلاقيها خصوصاً عندما تتفاوت قيمة المؤسسة المقيمة بمختلف الطرق فيصعب اختيار القيمة وترجيح أي طريقة يتطلب التوفيق بين أمرين:

- فعند اقتراح سعر مرتفع فهذا سيؤدى حتماً إلى جعل عملية الاكتتاب مباشرة بدخول هذا السهم أو عرضه للبيع، وبالتالي عدم نجاح برامج الخصخصة.
- وعند اقتراح سعر منخفض جداً هذا سيؤدي إلى بخس أصول القطاع العام وهذا ما قد يؤدى كذلك إلى اتهام القائمين على عملية التنازل عن أصول العمومية.

ومن الواضح أن تحديد سعر السهم يكون توفيقاً بين الأمرين السابقين، فلكي يكون الإصدار جذاب ويسمح بالحفاظ على قيمة الأصول نعمل على اختيار السعر الأقل انخفاضاً والذي يمكن أن ينشأ عنه طلب جيد، وهنا نختار نتائج التقييم التي لا تتسم بالمغالاة، وعادة ما يكون أقل تقييم تعرضه مكاتب الخبرة التي توكل لها العملية.

والأسعار المحددة أخيراً تعبر لنا عن نقص نسبي في القيمة، وهي تؤدي إلى نشأة ما يسمى بعلاوة السوق كمكافئة عن الاكتتاب في أسهم المؤسسات المعروضة للبيع، وتتمثل هذه العلاوة في الفارق بين السعر الحقيقي (العادل) الذي سيتحدد في البورصة وسعر العرض العام للبيع الذي تم الاكتتاب به وذلك ما يؤدي إلى نجاح عملية إصدار الأسهم.

ورغم أن معدلات العلاوة هذه مبررات مقبولة إلا أنه لا يجب أن تكون هنالك مغالاة فيها فذلك يؤدي إلى فقدان إيرادات الخزينة العمومية وعدم استقرار سوق السهم الناجم عن الرغبة في التخلص منه وذلك بعد عملية الاكتتاب، وكما هو عليه الحال فإن للعرض العام بالبيع أسلوبين هما، البيع بالتزايد ويحدد فيه سعر السهم نتيجة للمزايدة، و العرض العام بالبيع بسعر محدد والمشكلة القائمة هنا هو كيفية تحديد الأسعار وفق هذا الأخير.

أ/ تحديد الأسعار بناءا على اقتراحات بيوت الخبرة المالية:

تقوم الدولة بإجراء دراسات استشارية يقوم بها الخبراء الماليون (من بيوت خبرة وبنوك أعمال) حيث يعتمدون في درايتهم على الاسترشاد بوضع المشترين المحتملين:

فإذا كان الهدف هو صغار المكتتبين من خلال توسيع حصة المساهمة الشعبية الموجهة للموظفين والجمهور العريض، فإن هؤلاء لا يميلون إلى المخاطرة وإنما يفضلون الأمان مما يتطلب أن تتسم الأسهم بقدر من الضمان أي أن تدر أرباحا مؤكدة، و عليه يستخدم أسلوب الإيرادات في تقدير سعر السهم والذي يحسب بالنظر إلى الربح المتوقع في السندات التالية للبيع: فارتفاع مستويات الربح يتبعه ارتفاعا في السعر المحدد للسهم.

إما إذا كان المكتتبون المحتملون عبارة عن مؤسسات استثمارية فإنها تهتم بتطور السعر في السوق في الآجال القصيرة والمتوسطة، لذلك يلجأ المستشارون الماليون إلى الاعتماد على أسلوب مضاعفة سعر السهم، وقد أثيرت بعض الشكوك فيما يخص الأسعار التي تقترحها بيوت الخبرة المالية حيث تصفها بعض الجهات بأنها تبخس المال العام، و ذلك بحجة بروز ظاهرة الاكتتاب، فمثلا في بريطانيا وصلت نحو 23,6 مرة عند بيع شركة "Amersham International" عام 1982، وفي فرنسا وصل إلى 40 مرة عند بيع شركة Paribas و36 مرة على إثر بيع Sogenal

"" عام 1987[1]، وعليه فمن خلال ملاحظتنا للواقع العملي فإن ظـاهرة الاكتتـاب الكبير تعتبر أقوى دليل على الخطأ في تقدير سعر السهم.

بالإضافة ألي أن التفاوت الكبير بين سعر الاكتتاب وسعر الصك في البورصة يلاحظ من خلال الانخفاض الكبير في سعر الإصدار، إلا أن الكثير من المحللـين يعتبرون أن هذا الإقبال سببه النجاح مما أدى إلى نشوء طلب أكبر مما كان متوقع.

ب- تحديد السعر بالاعتماد على السوق:

يماثل هذا الشكل في جوهره الشكل السابق إلا أنه يختلف عنه في عدم اللجـوء إلى المستشارين الماليين (بيوت الخبرة المالية أو البنوك)، و يتم ببيع كتل صغيرة من الأسهم في أوقات متتالية ومتفاوتة يُختبر بها السوق، ثم تعـرض كـتلا مـن الأسهـم بأعدادٍ كافية والسعر الذي يستقر في هذه الحالة تعتمد عليه الدولة، فتقـل بذلك حدة التشكيك في مسألة التقييم، وما يحسب على هذا الأسلوب هو أنه قد يكون هذا السعر مقبول لحجم صغير من الأسهم وقد لا تقبل في حالة الأعداد الكبيرة من الأسهم وفي حالة المؤسسات العمومية فهي ذات أحجام كبيرة، فعرش عدد كبير من الأسهم يستلزم وقت لنجاح تصريفها مما يؤثر على أسعار الأسهم فتنظر الدولة إلى تخفيضها لخلق الطلب عليها.

كما أن الوقت الذي تستغرقه عملية البيع يؤثر على إخلال نشاط المؤسسة لأن الملكية لم تؤول إلى القطاع العام بعد، و إتباع هذه الطريقة سوف يعمل على عـدم التسريع في تنفيذ برامج الخصخصة وبالتالي لا تتحصل الدولة على الموارد المالية المستهدفة مما يؤثر على البرامج الأخرى المسطرة

ثانياً: الأساليب الأخرى

---

1 -DANGEARD F: nationalisation et dénationalisations en grande- Bretagne , notes et etudes documentaries , La documentation française N 4739_4740. 1993 ,France , PP 42-45

1/ الطريقة المعتادة أو المألوفة:

وفق هذه الطريقة تسجل الشركة المعنية أسهمها في البورصة، وتحدد أسعار هذه الأسهم من طرف الدولة المالك هنا للشركة، ويجب أن تراعى الظروف المحيطة من أجل عدم فشل عملية البيع خصوصاً في اليوم الأول، ويكون هنالك سعراً أدنى تحدده الدولة لا تكون مستعدة بالنزول تحته وهو ما يسمى "بالسعر الأدنى"، وقد يتغير هذا السعر تارة بالصعود وتارة أخرى بالهبوط وفقاً لآليات الطلب والعرض، وتعتمد هذه الشركات في الاستشارات الفنية على المصارف عادة، كما يمكن للمصرف أن يلتزم بسعر الغلق، وفي هذه الحالة يعتبر ضامناً للدولة ضد مخاطر سوق البورصة حيث يلزم بشراء الصكوك التي يتعذر بيعها.

2/ العرض العام بالتبادل

العرض العام بالتبادل هو أن تقوم الدولة بعرض لمبادلة الصكوك المختلطة أو المشتركة بأسهم الشركات المراد خصخصتها، وهذه الطريقة تتميز بأنها تترك للدولة حق الإشراف والتصويت.

إلا أنه وإذا ما أرادت الدولة تحويل ملكية هذه الصكوك إلى القطاع الخاص فنظرياً عند تحويل هذه الصكوك إلى أسهم عادية فإنها تكون لها أولوية في استحقاق الأرباح[1].

وقد تطرح الأسهم طرحاً خاصاً وليس موجها للجمهور العريض وعليه فإن الطرح الخاص للأسهم يتطلب شروطاً لتسير العملية بكل سلامة ودون تعثر، فالنجاح يبقى مرهونا بمدى فعالية جهاز الخصخصة وكيفية اختياره للمستثمر أو المستثمرين المرتقب

تدخلهم، كما يستلزم ضرورة البحث عن المشتري المناسب للمؤسسة المعنية،

1- Joyrette Jean: Comment réussir La privatisation, Dunod ,1986 ,Paris, sans année d'édition , p:130

كما قد يتطلب ذلك إعادة هيكلة المؤسسة مالياً مما يجعلها أكثر جاذبية لرغبة المستثمرين.

وعلى سبيل المثال لا الحصر فإن فرنسا قد أخذت بهذه الطريقة واستعملت نموذجين من هذه الصكوك هي:

أ- شهادات الاستثمار:

هذه الشهادات في حقيقة الأمر ما هي إلا أسهم جزئية تعطي فيها الدولة شهادة استثمار مصحوبة بشهادة تصويت، لا يمكن التنازل عنها إلا مصطحبةً بشهادة الاستثمار المقابلة لها، و بالتالي فإن تحويل شهادات الاستثمار هذه إلى أسهم عادية يحقق إعادة تكوين رأس مال المؤسسة.

و عادة يقبل حاملي الشهادات التبادل خشية أن تؤول سوق صكوكهم في البورصة إلى الاندثار.[1]

ب- الصكوك المختلطة:

تحمل هذه الصكوك سمات مشتركة بين السهم والسند، حيث تتميز بأن جزء من دخلها المحدد، والجزء الآخر متغير حسب مستوى النشاط أو نتائج مصدر الصك، كرقم الأرباح الصافية أو هامش التحويل الذاتي الإجمالي ومن ثم فإنه ليس من السهل تحويل هذه الصكوك نسبيا إلى صكوك (أسهم) تعتبر أكثر خطراً من حيث طبيعة أدائها.

عموماً يعتبر أسلوب العرض العام بالبيع هو الأسلوب الأكثر شيوعاً والأكثر تعقيداً لذلك فالكثير من النقاط المذكورة سابقا أو النقاط اللاحقة لها علاقة مباشرة بهذا الأسلوب سواء من جانب اختيار طريقة التقييم أو كيفية تسعير الأسهم.

1- Ibid , P:135

3- رفع رأس المال

قد يتسنى للدولة خصخصة شركاتها عن طريق ما يسمى بزيادة رأس المال أو رفع رأس المال، و ذلك في حالة تنازل الدولة عن حقها في الأولوية في الاكتتاب حيث يفسح المجال أمام الأفراد والأشخاص المعنوية وهذا، ما يترتب عليه خفض نسبة مشاركة الدولة.

ثالثاً: الدور المتبادل بين أسواق رأس المال والخصخصة:

1- دور سوق رأس المال في تنفيذ برامج الخصخصة:

على المستوى النظري تعتبر العلاقة بين الخصخصة وأسواق رأس المال من العلاقات ذات الاتجاهين بمعنى أن كلا منهما يؤثر على الآخر ويتأثر به، وإذا ما نظرنا إلى الخصخصة على أنها قد تكون خصخصة للملكية أو خصخصة للإدارة، وفما نهتم به هو النوع الأول الذي يكون فيه توسيع قاعدة الملكية من خلال طرح المزيد من الأسهم المملوكة للدولة، ولكي تقوم البورصة بدورها الخاص بسد جانب الطلب حيث تتدفق المدخرات طلبا للاستثمار وهنا يتضح دورها في تدعيم عملية الخصخصة ومن هنا فالأمر يتطلب توفر بورصات ذات قوة من جانب الأطر القانونية والتشريعية ، و الوسطاء الماليون من بنوك استثمار وبنوك تجارية، و قواعد تعامل تهدف إلى حماية المستثمرين.

وبمعنى آخر فان البورصات يجب أن تكون على استعداد تام لتنفيذ تحويل الملكية حيث لابد أن يتميز بحد أدنى من المقومات القانونية والإدارية والمؤسسية، كما أنه يجب أن يتوفر على قدر مقبول من المعلومات، ومن أجل أن تتمكن أسواق رأس المال من مقابلة الزيادة في عرض الأصول المالية، والناجمة عن تأثير الخصخصة على جانب العرض وذلك من خلال توافر الشروط الآتية:[1]

1. تواجد مناخ تشريعي من حيث السياسات والقوانين المنظمة والقواعد الضابطة للتعامل.

2. – قدرة وكفاءة السوق على تعبئة المدخرات من ناحية توجيهها للاستثمارو من ناحية أخرى عن طريق توافر الهياكل التنظيمية والمؤسسية.

3. – تحفيز الجمهور العريض بكافة شرائحه على الاهتمام بالاستثمار المالي (كمنح التحفيزات الضريبية، وابتكار أدوات مالية جديدة.....)

4. – حماية المستثمرين ودعم الثقة في الاستثمار في الأصول المالية.

5. – سرعة انتقال المعلومات وسهولة توافرها مع ضرورة تضمنها لأسس ومعايير محاسبية دقيقة تمكن من التقييم الصحيح للأصول.

1- أثر الخصخصة على سوق رأس المال:

كما ذكرنا هنالك ارتباط وثيق بين نجاح برامج الخصخصة وتطوير سوق رأس المال، فتنفيذ برامج الخصخصة وبيع مؤسسات القطاع العام يحتاج بداية إلى سوق رأس مال، وتوفر سوق ذات كفاءة عالية أو على الأقل متوسطة يعتبر من متطلبات سياسة الخصخصة، وهي السوق التي تعكس فيه الأوراق المالية المعروضة كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأوراق، أي أن كفاءة السوق تتوقف على توفر المعلومات لجميع الأطراف وبنفس القدرة وفهم السوق واستيعاب للمعلومات.

كما أن وجود سوق منظمة للتداول يؤدي إلى إمكانية تسييل الأصول المالية بسهولة، مما يعطي الأوراق المالية أحد أبرز سماتها وهو إمكانية تسييلها عند الحاجة إلى نقود من خلال إصدار أسهم لزيادة رأس المال.[1]

1 – أحمد عبد الحليم محمد علي: **دور سوق المال في تطوير القطاع العام**، المجلة العلمية للتجارة بجامعة الأزهر، العدد الثاني عشر، أكتوبر، مصر، 1995، ص:243

والخصخصة تساعد على توسيع السوق من خلال السماح بدخول مستثمرين جدد محليين أو دوليين، و كذلك تؤدي إلى تعميق السوق من خلال إتاحة الفرص لتحويل شركات ناجحة ذات مراكز مالية قوية، و يؤدي ذلك إلى أن يصبح سوق إصدارالأوراق المالية انعكاسا حقيقيا لقوى العرض والطلب على الأموال والاستثمارات والمعلومات المتاحة.

ففي الدول ذات أسواق رأس المال الضعيفة واجهت الخصخصة صعوبات، حيث الافتقار إلى المعلومات وشفافية السوق، والقواعد المنظمة إضافة إلى انخفاض الطاقة الاستيعابية للسوق، و في مثل هذه الحالات يتم اللجوء إلى الطرق الأخرى في الخصخصة.

و من جهة أخرى نجد أن البورصة في علاقتها مع الخصخصة ترتبط أيضا بالمؤسسات محل الخصخصة في حد ذاتها من حيث:

1. كفاءة الأداء: تتسم مؤسسات القطاع العام في معظم البلدان النامية بضعف أداءها، الأمر الذي يؤدي إلى عدم جاذبيتها للمستثمرين عند طرحها عند طرحها للبيع هذا إضافة وأنه في ظل غياب أسواق الأوراق المالية يتم اللجوء إلى الخصخصة عن طريق التصفية، وبيع الأصول، و قد مثلت مديونية المؤسسات المملوكة للدولة مشكلة عند نقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

2. المشكلات التي تواجه مؤسسات القطاع العام: فمؤسسات القطاع العام في دول النامية تتميز أغلبها بعدم مواكبتها للتطورات الحادثة في العالم، و ترتكز هذه المشكلات في جانب منها على إعادة الهيكلة (القانونية والتنظيمية والبشرية)، و في الجانب الآخر على حجم الاستثمارات المطلوبة للتطوير والتحديث خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة كما أن هذه المؤسسات يجب أن تخضع لقواعد الحوكمة أو الحاكمية وهذا ما سنتطرق له في المبحث الموالي.

وعن التجارب الناجحة نجد هناك بعض الدول من أوروبا الشرقية لاقت الخصخصة عموما والخصخصة عن طريق أسواق المال بصفة خاصة نجاحا معتبرا، مثل بولندا ومن خلال المؤشرات الاقتصادية الدالة على هذا النجاح، فقد بلغ إجمالي الناتج المحلي عام 2000 ما يزيد على 160 مليار دولار. وارتفع متوسط دخل الفرد إلى أربعة آلاف دولار سنويا، كما استطاعت بولندا اجتذاب استثمارات أجنبية خلال السنوات العشر الماضية، وبإجمالي 50 مليار دولار.

وبالنسبة لبرنامجها مع الخصخصة، نجد أن المهمة الأولى لبولندا في التحول الاقتصادي بعد ثورة 1989، وكانت تحديد سعر الصرف، حيث كانت سوق الصرف الأجنبية تقوم على تعدد أسعار الصرف. ولم يكن السعر الرسمي للعملة الوطنية زلوتي يعكس قيمته الحقيقية.و منذ 1990 خصخصت 5243 شركة كمرحلة أولى ثم 2147 شركة وقد جرت عملية الخصخصة من خلال ثلاثة نظم، إما من خلال البورصة أو من خلال تسييل أصول الشركة أو بعضها، أو بنظام المستثمر الاستراتيجي.

وأما بالنسبة لتقويم أصول الشركات قبل بيعها فقد كان يتم من خلال مكاتب الخبرة المحلية أوال أجنبية، ثم تقوم وزارة الخزانة بدراسة التقويم، كما أن البرلمان كان يراقب عملية الخصخصة. وبخصوص وضع العمال الذين يعملون في الشركات المعروضة للبيع، فقد كان لديهم الحق في شراء 10 % من أسهم الشركة بنصف الثمن في الفترة بين عامي 1992 و1997. ولكن بدءا من عام 1997 فقد تم تمليك العمال نحوي 15 % من أسهم الشركات مجانا. بالإضافة إلى أن جزءا من حصيلة الخصخصة فقد تخصيصه لبند الضمان الاجتماعي والتعويضات للعمال.

المبحث الثالث

حوكمة الشركات في ظل أسواق رأس المال

أولا: الحوكمة بين النظرية والتطبيق:

تشير الدراسات إلى تداول مصطلح حوكمة الشركات منذ أكثر من ربع قرن، بل إن المبادئ الأساسية لحوكمة الشركة قد تعود إلى عدّة قرون مضت، رغم ذلك فهناك من يرى أن هذا المصطلح مازال غامضا لكثير من الأطراف المهتمة بالشركة بصفة عامة، بل أيضا بالنسبة للمتخصصين أنفسهم سواء كانوا مستثمرين أو محللين ماليين أو عملاء أو موردين أو دائنين. [1]

كما أن هناك دراسات أخرى تؤكد بأن مصطلح الحوكمة لم يكن معروفاً قبل عام 1970، حيث فضائح "ووترغيت" في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي اعتبرت بأنها منشأ وأصل مصطلح حوكمة الشركة خلال العقود الثلاثة السابقة، وكان ذلك في مجلة القانون الأمريكي. حيث قادت التحقيقات في فضائح "ووترغيت" إلى ظهور قانون الحد من ممارسات الرشوة والفساد لعام 1977، والذي تضمن فقرات محددة حول ضرورة وضع ومراجعة أنظمة للرقابة الداخلية والحفاظ عليها.

يعد مصطلح الحوكمة هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح Corporate Governance، أما الترجمة العلمية لهذا المصطلح، والتي اتفق عليها، فهي: " أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة ".[2]

وانتقل مفهوم "الحوكمة Governance"، من السياسة وإدارة الدولة إلى الشركات، حيث عرّفته الأوساط العلمية، بأنه الحكم الرشيد الذي يتم تطبيقه عبر

حزمة من القوانين والقواعد التي تؤدي إلى الشفافية وتطبيق القانون، والاهتمام المتزايد بحوكمة الشركات يعود كذلك إلى محاولة الدول لإعداد شركات القطاع العام للخصخصة.[3]

وأصبح الحديث عن "حوكمة الشركات"، من أجل كفاءة اقتصادية عليا، ومعالجة المشكلات الناتجة عن الممارسات الخاطئة من قبل الإدارة الخاصة بالشركات والمراجعين الداخليين أو الخارجيين أو من قبل تدخل مجالس الإدارة، بما يعوق انطلاق هذه الشركات.

وجاء هذا المفهوم (حوكمة) من لجوء الشركات إلى أسواق المال من أجل التمويل، سواء في شكل إصدار أسهم أم سندات،

والخبراء الاقتصاديون يرون أن الحوكمة هي مجرد إرشادات تطرح بشكل اختياري على الشركات الراغبة في تطبيقها، وليس لها صفة الإلزام، ولكن التطبيق يؤدي إلى إظهار الشركة بشكل أكثر شفافية، ويزيد من مصداقيتها في أسواق المال.

وتحدد الـ OCDE إطارا تفصيليا لكي تستوفي الشركات شروط الحوكمة، ومن أهمها[1]:

* توفير الحماية للمساهمين في هذه الشركات، وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم.

* معاملة متساوية لكافة المساهمين، سواء كانوا وطنيين أو أجانب، كما ينبغي إتاحة الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم.

* ضمان القيام بالإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المهمة المتعلقة بالشركة، بما في ذلك المركز المالي، والأداء، وحقوق الملكية.

1- حسين القاضي: **حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية(دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية)**، مؤتمر الأسواق المالية، سوريا، 2008، ص ص:13-14

* ضمان التوجيه والإرشاد الإستراتيجي للشركة، والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسئوليته أمام الشركة والمساهمين.

ولا يمكن فصل ملامح الحوكمة تلك عن المناخ العام الذي تعمل فيه الشركات. فتذكر منظمة الـOCDE " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين "[1].

كما تعرف بأنها:"... مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين...."[2]

وقد عرفتها مؤسسة التمويل الدولية IFC بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها ".[3]

وقد ظهرت الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي من انهيارات مالية ومحاسبية خلال عام 2002، وتزايدت أهمية الحوكمة نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة

1- Freeland, C. Basel Commite Guidance on Corporate Governance for Banks, paper presented to: Coorporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8 (2007)., Egypt, 2007.

2 – البنك الأهلي المصري، **أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات**. النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، مصر، 2003.

3- Alamgir M ,*Corporate Governance: A Risk Perspective*., " Coorporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development", a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8:2007.Egypt, 2007.

كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، وقد أدى اتساع حجم تلك المشروعات إلى انفصال الملكية عن الإدارة وشرعت تلك المشروعات في البحث عن مصادر للتمويل اقل تكلفة من المصادر المصرفية، فاتجهت إلى أسواق المال وساعد على ذلك ما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية فتزايدت انتقالات رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق، ودفع اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين والى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية ومن أبرزها دول جنوب شرق آسيا في أواخر التسعينات

يضاف إلى ذلك عوامل، مثل: أخلاقيات الأعمال، ومدى إدراك الشركات بالمصالح البيئية والاجتماعية للمجتمعات التي تعمل فيها الشركة، والتي يمكن أن يكون لها أثر على سمعتها، ونجاحها في الأجل الطويل.

و يمكن القول أن ثمة عوامل ارتبطت بالمناخ الاقتصادي في الدول الغربية ساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات إلى العلن، منها:

1- في أعقاب انفجار الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997، أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات. والأزمة المالية المشار إليها، قد يمكن وصفها بأنها كانت أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين شركات الأعمال والحكومة. وقد كانت المشاكل العديدة التي برزت إلى المقدمة في أثناء الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين الداخليين والأقارب والأصدقاء بين شركات الأعمال والحكومة، وحصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل في نفس الوقت الذي حرصت فيه على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور وإخفاء هذه الديون من خلال طرق ونظم محاسبية "مبتكرة".

كما أن البنك الدولي جاء بمبادرات بمعية منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لأهمية تطبيق مفهوم الحوكمة وذلك بالتضافر مع الهيئات والجمعيات الوطنية

المتخصصة التي تم تأسيسها في تلك المجتمعات من أزمة الثقة في قطاع الأعمال الأسيوي.

2- مع تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في كبرى الشركات الأمريكية مثل "أنرون" وغيرها، بدأ الحديث عن حوكمة الشركات؛ حيث إن القوائم المالية لهذه الشركات كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي لها، وذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمراجعة والمحاسبة؛ وهو ما جعل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تصدر مجموعة من الإرشادات في شأن حوكمة الشركات بشكل عام، جاءت في شكل مبادئ نعرضها مع أهم محددات الحوكمة في الجزء الموالي.

3- زاد من حدة الدعوة إلى حوكمة الشركات، ممارسات الشركات متعددة الجنسيات في اقتصاديات العولمة، حيث تقوم بالاستحواذ والاندماج بين الشركات من أجل السيطرة على الأسواق العالمية. فرغم وجود الآلاف من الشركات متعددة الجنسيات فإن هناك 100 شركة فقط هي التي تسيطر على مقدرات التجارة الخارجية على مستوى العالم، من خلال ممارستها الاحتكارية.

4- اكتسب المفهوم أهمية كبرى بالنسبة للديمقراطيات الناشئة؛ نظرا لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة. كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة.

و لنظام الحوكمة ثلاثة محددات خارجية يأتي منها في المقام الأول البيئة التشريعية ومختلف الأسواق (أسواق السلع والخدمات، الأسواق المالية، وسوق العمل...).ثم عاملا آخر حتى وأنه يعتبر غامضا نسبيا وهو العامل الثقافي كموقف المجتمع تجاه السوق المالية أو الشركات. [1]

1 - Hervé Alexandre et Gérard Charreaux: Les privatisations françaises ont-elles été efficaces ? , Puf ,France 2004 ,p:17

وتهدف الحوكمة إلى أداء أكثر شفافية للشركات، بما يجعلها قادرة على حصد ما تشاء من تمويل من أسواق المال.

دوافع اللجوء إلى الحوكمة:

أن أهم ما يؤكد الحاجة إلى حوكمة الشركات يلخص بالنظر إلى الكثير من الدراسات في النقاط الآتية:[1]

-الفصل بين الملكية الرقابة والإدارة على الأداء.

-تحسين الكفاءة الاقتصادية.

-إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف الشركة، ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء.

-المراجعة والتعديل لقوانين حوكمة الشركات بحيث تتحول مسئولية الرقابة إلى كلا الطرفين مجالس إدارة الشركات والمساهمون.

-تمكين الشركة من الحصول على تمويل من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين والأجانب.

-إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين، و الاضطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.

ثانيا:محددات الحوكمة، أهدافها ومبادئها:

1- المحددات

أ-المحددات الخارجية: والمحددات الخارجية هي تلك المؤشرات المتعلقة

---

1 - عبيد المطيري:**تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية**، المجلة العربية للعلوم الإدارية(المجلد العاشر العدد:3) مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، الكويت، 2003، ص ص:285-286

بالمحيط العام للاستثمار في الدولة فيتعلق الأمر مثلا بالقوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، والإفلاس.....)، ومدى كفاءة القطاع المالي والمصرفي في توفير التمويل اللازم لمختلف المؤسسات والمشاريع، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في أحكام الرقابة على الشركات، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (ومنها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها) بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

ب- المحددات الداخلية:

وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والتي يؤدى توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة[1].

ونظر للاهتمام المتزايد بمفهوم الحوكمة فقد حرصت العديد من المؤسسات على دراسة هذا المفهوم وتحليله ومن هذه المؤسسات صندوق النقد والبنك الدوليين ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE.

---

1 – حسين القاضي: **حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية(دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية)**، مرجع سابق، 2008، ص:17

وتؤدى الحوكمة في النهاية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد الوطن وتعميق دور سوق المال وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين.ومن ناحية أخرى تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل، وتوليد الأرباح وأخيرا خلق فرص عمل.

2-مبادئ الحوكمة:

يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 1999 (علما أنها قد أصدرت تعديلا عام 2004)، وتتمثل هذه المعايير في:[1]

أ-حماية حقوق كل المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم واختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد في الأرباح ومراجعة القوائم المالية وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة، والحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة بالتغيرات الأساسية في الشركة.

ب-المساواة في التعامل بين جميع المساهمين: وتعنى المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، والاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.

ج-دور أصحاب المصلحة أو الأطراف المرتبطة بالشركة: وتشمل احترام حقوقهم القانونية والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق وكذلك آليات مشاركتهم

---

1 - عبيد المطيري:**تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية**، مرجع سابق، ص ص:290- 293

الفعالة في الرقابة على الشركة ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملين وحملة المستندات والموردين والعملاء، مع ضمان فرصة حصولهم على المعلومات المتصلة بذلك.

د-الشفافية والإفصاح:ينبغي أن يكفل إطار الإجراءات الحاكمة للشركات تحقق الشفافية والإفصاح ومعايير الجودة المحاسبية والمالية وفي الوقت الملائم بشان جميع المسائل المتصلة بتأسيس الشركة وأهدافها، كما تتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير، مع القيام بمراجعة المعلومات مراجعة سنوية عن طريق مراجع مستقل، لإتاحة التدقيق الخارجي والمستقل للأسلوب المستخدم في إعداد تقديم القوائم المالية.

هـ-مسئوليات مجلس الإدارة:فيجب أن يحدد هيكل إجراءات الحوكمة مسئوليات مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

ثالثا: دور هيئات الأوراق والأسواق المالية في إرساء قواعد الحوكمة[1]

ينقسم الدور الذي تلعبه السوق المالية وهيئاته إلى قسمين: دور تنفيذي وآخر رقابي. وعادة ما يقوم بالدور التنفيذي سوق التبادل في حين يتميز دور هيئة الأوراق المالية بأنه رقابي وإشرافي.

وفي لعب الهيئة والسوق المالي لدورهما التنفيذي والرقابي وفي حوكمة

1 – حسين القاضي: **حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية(دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية**، مرجع سابق، 2008، ص ص:15-19

الشركات يمكنهما أن يحميا المستثمرين أو الشركات من كثير من المخاطر. فمثلاً، على رأس المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في البورصة، وجود احتمالات لغسل الأموال عن طريق البورصة، خصوصا الأموال التي تأتي من الخارج بالبلايين، والتي يهدف أصحابها إلى الحصول على مستندات تثبت الاستثمار في البورصة من خلال عمليات البيع والشراء. وبهذه المستندات تكتسب الأموال المشبوهة مشروعية أمام الجهات الرسمية. وأيضا الأموال المشبوهة يمكن أن تنسحب من البورصة فجأة بعد تحقق الغرض، الأمر الذي يترتب عليه بالضرورة هبوط أسعار الأسهم، بل حدوث انهيار حاد للبورصة إن لم يحدث تدخل من السوق.

أيضا هناك أسباب أخرى لحدوث الانهيار، منها النقص الحاد في السيولة وتجمد حركة البيع والشراء، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الأسعار هبوطا حادا مثلما حدث في بورصة نيويورك عام 1930 "الاثنين الأسود ". وقد يكون السبب مختلفا عن السببين السابقين، فقد يحدث الانهيار نتيجة عمليات المضاربة على الأسهم دون ضابط أو رقابة من البنوك المركزية أو الهيئات الرقابية. وهذا هو ما حدث في بورصات جنوب شرق آسيا عام 1997 فيما عُرف بيوم "الثلاثاء الأسود"، ولذلك ينبغي أن تخضع البورصة لعمليات مراقبة دائمة من الهيئات الرقابية.

وهو ما أخذت به السلطات السعودية بعد أن تعرضت البورصة السعودية لهزات عنيفة بسبب المضاربة. وهو أيضا ما تأخذ به البورصة المصرية. إذ يلزم قانون سوق المال رقم 95 لسنة 92 جميع الشركات في البورصة المصرية بالإفصاح عن جميع المعلومات التي تهم المتعاملين في السوق، وكل أخبار الشركة وخططها الآنية والمستقبلية وكل ما له صلة بها، مع تقديم تقارير عن نشاطها إلى هيئة سوق المال أولا بأول، والهدف الأساسي من ذلك هو حماية أموال المتعاملين في البورصة من أي هزات، وخصوصا صغار المستثمرين.

ومساعدة هؤلاء على اتخاذ القرارات على أساس صحيح من الشفافية والوضوح. الأمر الذي يسهم بقوة في استقرار السوق. ويدعم الاقتصاد، لأنه يدفع المستثمرين إلى دخول السوق والإقبال على الاستثمار في ظل حالة من الشعور بالاستقرار والأمان.

وتلعب لجان أسواق تبادل الأوراق المالية دوراً هاماً في وضع أدلة حوكمة الشركات أو المساهمة في عضوية مجموعات العمل عليها، خاصة عندما يتعلق الأمر بالشركات المدرجة في السوق، فإن دورها الفعال هو أمر جوهري في إتمام وضع الأدلة ومراقبة تطبيقها. وليس بالضرورة أن يتم وضع أدلة الحوكمة من قبل مشرعي السوق بل قد يتم تطويرها بإشراف سلطات السوق نفسها وذلك كما في أستراليا والصين وإندونيسيا وباكستان وجمهورية سلوفاكيا على سبيل المثال.

ففي أستراليا، أنشأت سوق تبادل الأوراق مجلس حوكمة الشركات، يجمع كل الجهات الرئيسية ذات العلاقة لتطوير والموافقة على حزمة من الممارسات الأمثل والمعايير لحوكمة الشركات المدرجة في سوق أستراليا. وقد حدد هذا المجلس عدّة مواضيع هامة تتطلب تطوير المعايير، حسبما حُدِّدت لاحقاً في مبادئ حوكمة الشركات الجيدة وتوصيات الممارسات الأمثل، والتي نُشِرَت من قبل السوق في عام 2003.

وكما هو معروف عن دور الأسواق المالية في إرساء قواعد وأدلة حوكمة الشركات فإن من أهم العناصر التي تدفع نجاح هذه الجهود هو تضمين الأطراف ذات العلاقة بالحوكمة في إغناء عملية وضع القواعد. ففي رومانيا مثلاً، تم مشاركة أطراف مثل المركز الدولي لدراسات تنظيم الأعمال (ICES) والتحالف الاستراتيجي لاتحادات الأعمال (SABA) الذي هو مجموعة من 41 مؤسسة وشركة أعمال مستقلة (من غرف تجارية وأصحاب أعمال واتحادات لمنظمي الأعمال) في جميع أنحاء رومانيا.

إضافة لواضعي السياسات ومنظمة التعاون الاقتصادي واتباع أسلوب لتأصيل وتجذير الحوكمة تبدأ من القاعدة إلى القمة، إذ تم مشاركة أعضاء اتحاد الأعمال الذي يضم مجموعة من اتحادات منظمي أعمال القطاع الخاص لمقاطعة تيميس (PECT). وأُطلِق على هذه المبادرة اسم مبادرة PECT-SABA. أما المبادرة الثانية فهي تقرير عن حوكمة الشركات في رومانيا أصدرته منظمة التعاون الاقتصادي بعد انعقاد مؤتمر المائدة المستديرة للمنظمة في أيلول 2001. الأمر الذي كان يتطلب من مجتمع الأعمال الروماني أن يتخذ قراراً بشأن مجموعة التوصيات التي خرج بها المؤتمر، ثم يضع بعد ذلك الوسائل التي تضمن فعالية تنفيذها.

لهذه الأسباب قام اتحاد منظمي تيميس (PECT)، عن طريق مشروع قام برعايته مركز المشروعات الدولية (CIPE) وبالعمل مع التحالف الاستراتيجي (SABA) وأعضاء من مجتمعات الأعمال والشركات في خمس مناطق (هي تيميسوارا، وبوخارست، وكونستانتا، ورامينكو-فاليتشا، وكلو). وقامت PECT-SABA في كل من هذه المناطق بتنظيم ندوات عامة بهدف وضع معايير مرتفعة للشفافية والمحاسبة عن المسؤولية والعدالة والمسؤولية في الشركات الرومانية.

وقد شهِد هذه اللقاءات أعضاء القطاع الخاص، وممثلو أجهزة الإعلام والجمهور إلى جانب خبراء في حوكمة الشركات، وعبروا عن آرائهم في مشروع ميثاق حوكمة الشركات الذي وضعه التحالف – طبعاً بالتعاون مع لجان السوق – وتدريب 85 من أعضاء مجالس الإدارات على مبادئ وممارسات الحوكمة وقدم المتدربون أيضاً آراءهم في مشروع SABA Corporate Governance Code.

وكما يعتقد البعض بأن الاكتفاء بوضع معايير لحوكمة الشركات من خلال التشريعات (والعقوبات عند عدم الالتزام) لن يدفع المديرين إلى مستوى أعلى من المساءلة؛ إذ ينبغي أن تكون الأمانة والسلوك الأخلاقي هما العنصر الجوهري في حوكمة الشركات. وفي عدّة حالات لم يمنع وجود لجنة المراجعة من حدوث فشل

الأعمال كما حدث في بعض شركات الاتصالات وغيرها...

وهنا يمكن أن تلعب السوق دوراً في مراقبة أداء لجان المراجعة في الشركات ولو عن كثب. وأن تتبنى قواعد ومعايير تركز على تعويضاتها وأنشطتها. بحيث تأمل السوق من خلالها تحسين جودة التقرير المالي وعدم تشجيع التلاعب والتضليل المالي بناءاً على الاعتقاد بأن لجان المراجعة في الحالة المثلى هي من أكثر الأطراف تأهيلاً لتلعب دوراً رائداً في الإشراف على عملية التقرير المالي.

إضافة لذلك تلعب السوق المالية دوراً هاماً في ضمان كفاءة عمل رؤوس الأموال والاستثمارات بما يضفي قيمة اقتصادية على مستوى الاقتصاد الوطني ككل. فهي بذلك تضع القوانين والتشريعات الناظمة لعمل السوق، طبعاً إضافة للقوانين والأنظمة ذات العلاقة والتي لا تضعها هيئات الأسواق والأوراق المالية مثل قانون الشركات وقانون التجارة والعقود وحقوق الملكية وغيرها.

وتبرز أهمية دور الهيئات الناظمة لعمل السوق – والتحدي لها – في قدرتها على التدخل السريع في أداء السوق بما يقي أو يخفف من مخاطر التعاملات داخل السوق. وحسب طبيعة مناخ التبادل في السوق يمكن إدراك سهولة قيام بعض المديرين أو الأعضاء، ولو بشكل مؤقت، على الدفع بلاعبين أساسيين في السوق للارتباك وربما "الجنون" في تعاملاتهم في أسواق رأس المال لصالح هؤلاء المديرين في النهاية.

ولدى هيئات تبادل الأوراق المالية عادة القدرة على التأثير في ضبط عمل المحاسبين القانونيين، من خلال قبولهم للإدراج في قائمتها السنوية التي ينبغي أن تختار منها الشركات المدرجة في البورصة مدققيها الخارجيين، أو رفض غير المؤهلين منهم أو من يثبت مخالفته أو تورطه في أعمال تخالف الأدلة والمعايير المهنية أو القوانين والتشريعات ذات العلاقة.

المبحث الرابع

الخصخصة بالبورصات المبررات وشروط النجاح

أولا: مبررات تغيير الملكية العامة عن طريق البورصة

رأينا أنه من الصعب اختيار أسلوب يتم به تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، فالدول تختار الطرق التي تتماشى وتحقيق أهدافها، و بفرض أنهـا تميل إلى الخصخصة عن طريق البورصة فيبقى مشكل الاختيار والمفاضلة قـائم فهل سيلجأ إلى هذا الأسلوب أو ذاك من أساليب الخصخصة بالبورصـات، ففـي الكثير من الأحيان يظهر أن تحويل ملكية المؤسسات العمومية عن طريق البورصة – بالمقارنة بأسلوب الخصخصة عن طريق الحوالات المباشـرة للأصـول أكثـر صعوبة، أو أكثر خطورة، أو أكثر كلفة لما يلي[1]:

– أن هناك اعتبارين يصعب التوفيق بينهما يتعلقان بضرورة تحديـد سـعر منخفض لأسهم المؤسسات المعروضة لجذب صغار المدخرين تحقيقا لهدف توسيع قاعدة الملكية من ناحية، وضرورة بيع المؤسسات بأعلى سعر ممكن للمحافظة على قيمة الأصول من ناحية أخرى.

– أن الإعداد التمهيدي لبيع المؤسسات التي سيتم تحويـل ملكيتهـا للقطـاع الخاص، يجب أن يكون أشد صرامة ؛ يرجع ذلك بصفة خاصـة لـسرعة تـأثر الأسعار السائدة في البورصة بما تمر به المؤسسات من ظروف.

– الملاك المحتملين (الجدد) للمؤسسات غير معروفين.

---

1 حميدة مختار: **دور البورصة في تفعيل عملية الخوصصة دراسـة حالـة الجزائـر**، رسـالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائـر، الجزائـر، 2001، ص ص: 85 – 86

- الخصخصة بهذا الأسلوب تتطلب وقتا طويلا مقارنة بالأساليب المباشرة.

- أن البورصة تتطلب وجود أسواق رأس المال، وهي غير موجودة في الكثير من البلدان النامية وإن وجدت فتكون على قدر غير عالي من الكفاءة.

- أنها مكلفة، حيث يجب دفع عمولة لجهات تقييم الأصول وصلت في بعض الأحيان " في حالة اللجوء لجهات أجنبية " إلى 12% من الإيرادات المتحققة من تحويل ملكية القطاع العام.

- أن هناك احتمالا قائما بسرعة تخلي الجمهور عن الأسهم بمجرد تسجيلها في البورصة للاستفادة من التطور الإيجابي للأسعار، أما إذا تحركت الأسعار بالهبوط فإنه سيكون هناك اندفاع مبالغ فيه للبيع (إغراق) خاصة مع مراعاة أن صغار المستثمرين ليس لديهم القدرة على التقدير الصحيح للمواقف ؛ لذا فإنهم قد يلجئون للمضاربة قصيرة الأجل، كما يكون لهم رد فعل لما يحوزون من أسهم حتى مع ما يعتقده الخبير أنه حركة عادية للسوق.

- أخيرا يجب أن يؤخذ في الاعتبار " خطر الهجر أو الترك المالي ": ففي غياب ادخار إضافي يوجه للاستثمار في السوق، فإن واقع تمويل عمليات بيع المؤسسات العمومية من خلال البورصة يتم عن طريق عرض جزء من محافظ المستثمرين للبيع ليستثمروها في أسهم المؤسسات العمومية التي سيتم تحويل ملكيتها، وهذا أثره سيئ على مكونات المحفظة (الأسهم القديمة)، إذ يؤدي ذلك إلى انخفاض ثمنها. كما أن تكلفة الأموال الخاصة التي قد تحتاجها المؤسسات من المصادر الادخارية ستتزايد. لذلك، ولكي تنجح سياسة الإصدار الجديدة للمؤسسات الخاصة، عليها أن تصدر اسهما ذات أسهما ذات معدل مرتفع من الربح أو سندات ذات فائدة أكثر ارتفاعا، وإلا ستضطر إلى اللجوء للاقتراض من البنوك. وهذا يؤدي إلى تقليص المؤسسات من نشاطها، نظرا لارتفاع كلفة الاستثمار.

ورغم الصعوبات السابقة، فإن تحويل الملكية عن طريق البورصة يرتكز على مجموعة أسس ومبررات أساسية، لا يمكن تجاهلها:

1: البورصة تعتبر المكان التقليدي لتحويل الملكية:

البورصة هي المكان الطبيعي والتقليدي لتغيير ملكية المؤسسات، لا فرق في ذلك بين المؤسسات الخاصة والعمومية. ومن ثم فإن تغيير ملكية المؤسسات العمومية عن طرق سوق البورصة يمثل إنهاء لحالة القطيعة والخصام بينها وبين السوق، تلك القطيعة التي غرست بذورها حركة التأميمات التي عرفتها البلدان النامية في العقود السابقة (خاصة الاشتراكية منها)، وانتقلت على إثرها الملكية إلى الدولة.

2: الخصخصة عن طريق البورصة تحقق مبدأ العدالة في التوزيع:

فالغرض في البورصة عرض حر لا نُميز فيه بين مكتتب وآخر (فيما عدا بعض القواعد المحددة سلفا؛ كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم، أو مواطني الدولة على الأجانب، أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض). وبالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بعض المؤسسات التي خصخصة بالطرق الأخرى، والتي تتسم بتفضيل مكتتب على آخر لاعتبارات قد تكون سياسية.

3: تساعد البورصة على تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية:

فنظرا للمناخ المحيط بالمؤسسة العمومية من حيث إنها تضم عددا كبيرا من العاملين من ناحية، وأنها تمثل ملكية الشعب من ناحية ثانية، وأن إجراء تغيير ملكيتها محاط عادة بخطورة إعادة تأميمها مع تغير التوجهات السياسية والحزبية من ناحية ثالثة، فإن تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية يمثل استرضاء للشعب والعمال معا، كما يمثل حماية لسياسة تحويل الملكية ذاتها ؛ إذ أن تفكير الحكومات " خاصة ذات التوجهات الاشتراكية " في إدارة تأميم المؤسسات التي تم بيعها يظهر أكثر صعوبة إذا تم بيع هذه المؤسسات العمومية للشعب والعاملين فيها.

وتمثل البورصة منفذا جيدا لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طريقا مفتوحا لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد، لذلك فهي تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين.

4: الحفاظ النسبي على قيمة الأصول:

إذ يفضل العدد الكبير من المشترين المهتمين بالبورصة، وبفضل تسهيل تطبيق مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها، فإنه يتوقع حدوث إقبال على أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها، هذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض.

5: تسهيل تحويل الملكية:

فالبورصة كما قلنا بمخاطبتها لكل طوائف المدخرين (بدءا من القاعدة العريضة – صغار المدخرين – وانتهاء بمؤسسات الاستثمار على اختلاف أنواعها، ودون تفرقة بين رأس المال الوطني أو الأجنبي، في حدود ما تسمح به القواعد من اكتتاب للأجانب) تحقق تعيين الحد الأقصى من المدخرات التي يحتمل أن توجه للاكتتاب في الشركات.

ونظرا لشمولية واتساع هذا الأسلوب فإنه يصلح لبيع أكبر المؤسسات العمومية[1].

6: تنشيط سوق الأوراق المالية:

لا شك أن اللجوء لقناة سوق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية بما يشتمل عليه من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل يؤدي إلى التأثير على شقي السوق " الإصدار، والتداول ".

---

1 - Rolland Y:les *privatisation en Grandes Bretagne* , op. cit , p:192 1

أ – فبالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها من جهتين:

الأولى تنشيط العرض: إذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات[1].

والثانية تنشيط الطلب: إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم. وتنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساسا لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبيا فتحتوى من ثم على علاوة سوق.

وهكذا بفضل هذا الطريق يتسم زيادة أعداد المساهمين، وأحيانا قد تتضاعف بالمقارنة بعددهم الأصلي[2].

ب – **أما بالنسبة لسوق التداول:** فإن معاملاتها تكتسب قدرا أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق. لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها.

لكل هذه الأسباب لجأت كثير من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيس لتحويل الملكية، وبخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية .O.C.D.E، ودول أمريكا اللاتينية، وبعض بلدان أوروبا الشرقية كالمجر وبولونيا[3].

إلا أن اللجوء إلى تحويل ملكية قطاع الأعمال العام عن طريق البورصة نجاحه مقرون بتوافر شروط معينة تتناولها الدراسة في الجزء الموالي.

---

1 - Ibid, P:197
2 - Wright V: chacun privatiser a sa manière, op. cit. P:44
3 -Lskine R: les privatisations en Europe de Lest en 1993, 0p.cit ,p:24

ثانيا:شروط نجاح الخصخصة بالبورصة

وأهم هذه الشروط ما يلي:

1: مدى ملاءمة البورصة للمؤسسة المختارة:

إذا ما سلمنا بأن البورصة هي الطريق الرئيسي لتحويل الملكية بصفة عامة، فإنه – مع ذلك – قد توجد استثناءات يفضل معها تحويل ملكية المؤسسة العمومية بطريقة أخرى. وترجع هذه الاستثناءات – بصفة عامة – غلى أحد سببين، هما:

أ – صعوبة أو استحالة اللجوء لطريق البورصة من أجل تحويل ملكية المؤسسة: ينطبق ذلك على:

– المؤسسات الصغيرة غير المسجلة في البورصة.

– الشركات ذات الإنجازات الزهيدة جدا التي لا تغري المستثمرين في البورصة، أو التي يتطلب نجاح تغيير ملكيتها بهذا الطريق برنامج إعادة بنية مكلف جداً.

ب – وجود مبررات يفضل معها اللجوء للطرق الأخرى، والتي قد تتعلق:

– إما بمصلحة المؤسسة في حد ذاتها المراد تغيير ملكيتها، كتجنب تصفيتها؛ فرغم الوضع العسير الذي قد يمر به المؤسسة، فقد يوجد مشتر لديه أسباب معينة تجعله يفضل شراؤها تتصل أساسا بالاستفادة من الآثار الخارجية الإيجابية المؤسسة.

– أو باهتمام السياسات الصناعية، وخاصة فيما يتعلق بتحسين التماسك الصناعي؛ في هذه الحالة يتم بيع فروع النشاط للمؤسسات الخاصة المناظرة أو التي يوجد بينها وبينه ترابط صناعي.

- أو بمصلحة الخزينة العمومية:

ففي بعض الحالات يمكن أن يجلب البيع المباشر للخزينة العامة إيرادات مالية أكبر من ذلك المنتظر عن طريق البورصة، ويتعلق ذلك بمكتسب في وضع خاص يجعله يستفيد استفادة معينة من الشركة المؤسسة، كتكملة مراحل الإنتاج، أو الحصول على إيراد أوسع، أو الاستفادة من الآثار الخارجية الإيجابية، أو تنمية المخزون أو البيع أو الاستفادة من خيرات تكنولوجية... الخ

وعلى ذلك، يجب قبل تقرير تغيير الملكية النظر في الاعتبارات القائمة لاختيار أنسب الطرق التي يمكن معها تحقيقها وهو ما ينبهنا إلى ضرورة ألا يقتصر برنامج تحويل الملكية على طريقة واحدة لإجرائه، بل لابد من اعتماد عدة طرق، فكل مؤسسة لها وضعها الخاص، بل إن الظروف الداخلية والمحيطة بالمشروع قد تستلزم تطبيق أكثر من طريقة على نفس المشروع، كما حدث بشأن برامج تحويل الملكية في أوربا الشرقية، وهو ما حرصت كذلك الحكومة المصرية على التأكيد عليه في برنامجها الذي طرحته لتوسيع قاعدة الملكية.

وفي هذا الصدد تشير بعض التقارير الحديثة أن الجمع بين أسلوب البيع لكبار المستثمرين وبين أسلوب بيع الأسهم في بورصة الأوراق المالية يعتبر خيارا حيا وعمليا لبرنامج التخصيصية وذلك كما هو عليه الحال في بعض الدول العربية السباقة إلى الخصخصة.

2 - أفضلية اعتماد أسلوب العرض العام بالبيع بسعر محدد في تحويل ملكية المؤسسات العمومية:

انتهت دراستنا إلى أن البورصة تتيح أربعة خيارات أساسية لتحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى الملكية الخاصة (هي زيادة رأس المال، والعرض العام بالتبادل، أو البيع بالطريقة المألوفة، والعرض العام بالبيع)، فإذا تقرر اللجوء لخيار

بيع المؤسسات فأيهما أفضل ؛ أسلوب البيع بالتزايد أم أسلوب البيع بسعر محدد ؟

إن أسلوب البيع بالتزايد يعتمد على تحديد حد أدنى لسعر السهم على أن تكون التخصيص على أساس السعر الذي يتقدم به المكتتب وقد ذكر في تبرير هذا الأسلوب أنه يتجنب عيبا أساسيا في أسلوب البيع بسعر محدد وهو ضآلة الكمية المخصصة للمكتتبين، كما أنه يضمن تحديد سعر عادل للسهم، إذ يتحدد السعر على أساس قوى العرض والطلب، هذا إضافة إلى أنه أسلوب من شأنه أن يؤدي إلى تعظيم حصيلة الإصدار.

ورغم أن الحكومات من صالحها التمسك بأسلوب البيع بالتزايد بخصوص الحصة الموجهة لكبار المستثمرين (البيع المباشر)، إلا أنه يفضل اعتماد أسلوب البيع بسعر محدد بخصوص الحصة المطروحة للبيع في البورصة؛ لعدة أسباب، من أهمها:

أ-أن البيع بسعر محدد يحقق مصلحة الخزانة العامة، إذ يمكن عن طريق جلب إيراد أكبر من ذلك الذي ينجم عن أسلوب البيع بالتزايد، يرجع ذلك إلى العيوب التي ظهرت من خلال التطبيق العملي للأسلوب الأخير، والتي أدت إلى إخفاق كثير من البيوع التي تمت بواسطته في الكثير من التجارب العربية وغير العربية ؛ إذ يستلزم الاكتتاب بسعر أعلى من السعر الأدنى المحدد (والذي يتسم عادة ببخس ملحوظ في قيمة الأصول – حتى يتحقق مزيد من الإيرادات للدولة، ويتطلب ذلك كثافة في الطلب. أما عندما يحدث انخفاض في الطلب فإنه لا يتوقع إلا وقوع البيع بالسعر الأدنى.

ولا شك أن هذه العيوب تختفي تماما إذا تم استخدام أسلوب البيع بسعر محدد.

1- **تحقيق مصلحة القاعدة العريضة من الشعب:**

ذلك أن اتباع أسلوب البيع بالتزايد يتطلب اعتماد عارضي السعر الأعلى بغض

النظر عن انتماءاتهم الطبقية. أما حين يطبق أسلوب البيع بسعر محدد، فإنه من السهل تحديد نسبة عالية تخصص لاكتتاب صغار المساهمين والعمال، بيد أن اعتماد أسلوب العرض العام للبيع بسعر محدد لا يحقق نجاح تحويل المشروعات بطريقة تلقائية، وإنما لابد أن يكون مقرونا بعدة شروط تعود إلى الاهتمام بإجراء النشر والعلانية الكافية من ناحية، ومن ناحية أخرى تقرير العديد من المزايا لصغار المدخرين ؛ في مقدمتها ضرورة أن يكون السعر المحدد للبيع جذابا باشتماله على نقص نسبي في القيمة لأصول المؤسسات المراد بيعها.

في هذا الصدد، تلعب علاوة السوق التي تتم مراعاتها في السعر المحدد للاكتتاب دورين رئيسيين:

الأول: أنها تؤدي إلى زيادة إقبال القاعدة العريضة من الشعب على الاكتتاب ؛ إذ أن السعر المحدد للاكتتاب يضمن تحقيق فائض قيمة للمساهمين، والمتمثل في الفارق بين هذا السعر والسعر العادل الذي سينشأ في السوق (علاوة السوق)، ففائض القيمة هذا، مع المزايا التي تمنح لصغار المساهمين تحت شروط معينة (كاشتراط مدة حيازة، وحد أعلى لا يتجاوز من عدد الأسهم التي يجوز الاكتتاب فيها، وعدم زيادة دخول الأفراد عن حد معين...الخ) لا ينتظر معها إلا نجاح تحقيق مبدأ المساهمة الشعبية في الشركات.

والثاني: أن فائض القيمة يتضمن دائما طلب قوى لأسهم المشروعات التي تعرض للتخصيص بعد ذلك وهكذا فإن نجاح العمليات الأولى لتغيير ملكية المشروعات العامة، يظهر كشرط أساسي لإنجاح ومتابعة برنامج تحويل ملكية القطاع العام في مجموعة.

3: شفافية ووضوح قواعد تغيير ملكية المؤسسات العمومية:

في حالة البيع عن طريق البورصة يجب أن تكون القواعد القانونية التي تنظم

تلك المسألة واضحة، خاصة فيما يتعلق بالعروض الضخمة بالشراء المقدمة من شخص طبيعي أو معنوي، وكذا القواعد التي تتبع في حالة حدوث فائض في الاكتتاب، ولا شك أن اعتماد قواعد ذات مسلك واسع غير محدد بحيث يعطي درجات إضافية من الحرية للدولة، يولد لدى المستثمرين الشك، الذي يعرض للخطر نجاح بعض التحويلات ؛ إذ تفيد التجارب أهمية وضوح القواعد التي ترغب الحكومات أن تحصل بمقتضاها على درجة من حرية التحرك، وضرورة تحديدها مقدما بحيث يكون واضحا لدى المستثمرين المحتملين منذ البداية وضع السلطات في مواجهة كل النقاط التي من المحتمل ان تثير شكا يمكن أن يعرض للخطر نجاح العملية ؛ كدرجة الرقابة التي ترغب السلطات في الاحتفاظ بها في مواجهة المشروعات أو احتمال استعمال سلطة قانونية خاصة تلحق بأنظمة المشروعات المتنازل عنها أو القواعد التي تتبعها لمواجهة خطر أخذ رقابة الشروع من قبل عدد صغير من المشترين الوطنيين أو الأجانب.

بالإضافة إلى ما تقدم، فإنه – كقاعدة عامة – يحبذ اتخاذ كل إجراء من شأنه أن يورث الثقة والآمان لدى المكتتبين.

4: تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع حالة من المؤسسة والبورصة:

يشتمل هذا الشرط على أمرين، هما:

أ – تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع حالة المؤسسة:

قد تمر كثير من المشروعات العامة بظروف صعبة، ومن المهم قبل عرضها للبيع عن طريق البورصة اعتماد برنامج لإعادة هيكلتها والنهوض بحالتها. لذا يذكر بعض الكتاب أن من الأسباب الأساسية لاستبعاد تخصيص المؤسسات العمومية في كثير من بلدان أوربا الشرقية عن طريق البورصة ما قابلته تلك المؤسسات من صعوبات خاصة.

وبصفة عامة يمكن القول أن برامج تحويل الملكية تضم بين دفتيها مؤسسات بعضها غير ملائم لبيعه فورا عن طريق البورصة، نظرا لمروره في اللحظة الآتية بظروف صعبة مما يتطلب إما إعادة هيكلته قبل عرضه في البورصة أو اللجوء لطريق آخر ؛ وقد اعتنق البرنامج المصري المعدل الخيار الأخير، حيث انه لجأ في بيع الشركات التابعة الحاضرة لأسلوب البيع لكبار المستثمرين، بينما توجد شركات أخرى ينصح بعدم التأخر في بيعها: إما لكونها مثلا في وضع مالي ممتاز، أو أن يكون سعرها شديد الحساسية للمحيط الدولي كالمشروعات التي تعمل في قطاع البترول، إذ مع وجود اتجاه إيجابي للمشروع وتعاصره مع محيط دولي ملائم ينصح بالبيع.

والمستفاد عن ذلك ضرورة أن يتم تغيير الملكية والمشروع في وضع حسن، إذ لا يمكن أن يخفي على سوق البورصة شئ فيما يتعلق بوضع المشروع، والحالة التي تعرض فيها هي التي ينبني عليها ما يمكن أن نسميه بثقة أو عدم ثقة السوق والتي تظهر أهميتها من خلال ثلاثة أوجه:

الوجه الأول: النفاذ الجيد للمؤسسة في البورصة، فمع بيع شركات تمر بظروف عسيرة فإنها تشهد – بمجرد حدوث أو تعامل عليها بعد الاكتتاب – انهيارا في أسعارها.

الوجه الثاني: صعوبة الوفاء بالحاجات التمويلية للمشروع عن طريق السوق ؛ إذ أن نفاذ المشروع في البورصة ليست النهاية المبتغاة له، بل هي بداية العلاقة، وبالتالي يعتمد نجاح المشروع في زيادة رأسماله بدرجة كبيرة على ثقة السوق فيه.

الوجه الثالث: أن مدى ثقة السوق تعد مقياسا جيدا لنجاح أو فشل بيوع الملكية التالية الواردة في برنامج تحويل الملكية والتي تعتمد في الأساس على نتائج البيوع الأولى.

ب – مراعاة توقيت تغيير الملكية مع حالة البورصة:

تشير تجارب تحويل الملكية في الخارج إلى أن عرض بيع الأسهم في مناخ غير ملائم للبورصة، يثير شكوكا حول إمكانية نجاح العملية حتى ولو تهيأت كل الظروف الأخرى لإنجاحها. ذلك أن السلطات العامة لا يمكنها تجاهل أثر مناخ البورصة السائد وقت إجراء البيع ؛ فعندما تكون هذه الظروف غير مواتية (كحالة الأزمات العامة، أو انخفاض في مؤشر البورصة بطريقة ملحوظة ومتوالية) عليها التأني في تطبيق البرنامج، وإلا فعليها اتخاذ الوسائل الملائمة فنجاح الاكتتاب وبخاصة التخفيض الملحوظ في سعر العرض. وإن كانت تلك الإجراءات لا تمنع من انهيار الصك حين تداوله في السوق، بما يعرض للخطر المشروع ذاته، بل ونجاح متابعة برنامج تحويل الملكية بعد ذلك.

أما إن كانت ظروف السوق مهيأة، فلن يكون هناك ثمة مبرر لتأخير التطبيق لا تسانده أسباب.

5: تلاؤم طاقة السوق على استيعاب أسهم المؤسسات المعروضة للبيع

لشرح هذا الشرط نتعرض فيما يلي لبيان مفهوم الطاقة الاستيعابية للسوق، ثم للأضرار التي يمكن أن تحدث إذا لم يتم مراعاة هذا الشرط.

أ – مفهوم الطاقة الاستيعابية: يقصد بالطاقة الاستيعابية في هذا الخصوص مدى قدرة سوق الأوراق المالية على امتصاص ما يعرض فيه من أسهم وسندات وغيرها من أوراق مالية ؛ إذ لا يتصور وجود بورصة قدرتها على امتصاص الأوراق المالية غير محدودة، ذلك أن لكل سوق حدودا يصعب تخطيها.

ولا شك أن إثارة قدرة سوق البورصة على امتصاص الأوراق المالية هي مسالة تعد محل اعتبار فيما يتعلق بأسهم المشروعات العامة التي ستباع من خلالها، إذ نظرا لما تتم به المشروعات العامة من ضخامة، فإنها تؤدي إلى إحداث تطور

هام في الحجم المعروض من الأسهم لابد أن يقابله تطور مماثل – أو يزيد – في حجم الطلب.

ويعتبر السوق ذا قدرة على استيعاب أسهم المشروعات العامة، إذا كان الطلب الناشئ – والذي يغطي تلك الأسهم – لا يؤثر بطريقة ملحوظة على الطلب الأصلي المتعلق بالأوراق المالية الأخرى الموجودة فيه، ففي هذه الحالة يكون السوق في حالة اتساع.

تطبيقا لذلك تمت مسألة تحويل ملكية المشروعات العامة بنجاح في اليابان، نظرا لاستغلال القدرة المتسعة لبورصة الأوراق المالية في طوكيو بطريقة سهلت عمليات تغيير الملكية الضخمة في المشروعات العامة. بينما شهد برنامج الخصخصة الفرنسي لعام (86–1988) صعوبات مهمة تتعلق بقدرة السوق على استيعاب أسهم الشركات المعروضة للبيع ؛ فقد شهدت العروض المطلوب تغطيتها قفزات واسعة من 17.4 مليار فرنك عام 1985 إلى 71.2 مليار فرنك عام 1986 ثم 100 مليار فرنك عام 1987. وبينما كانت حصة المشروعات العامة منها 8.7 مليار فرنك عام 1986، فإنها وصلت 50 مليار فرنك عام 1987، واضح إذن أن الصعوبات التي قوبلت – والتي كان مظهرها الأساسي يتمثل في تحقيق خطر الهجر أو الترك المالي – كان مرجعها في الأساس وضع خطط طموحة للتخصيص عن طريق بورصة الأوراق المالية تجاوزت حدود قدرتها على امتصاص الأسهم.

ب – عيوب عدم مراعاة الطاقة الاستيعابية للسوق

يؤدي تجاوز حدود قدرة السوق على امتصاص أسهم المشروعات العامة المعروضة للبيع إلى تحقيق ما يسمى بخطر الهجر أو الاستبعاد المالي.

ويتمثل ذلك الخطر في أنه مع حوالة أصول عامة هامة نسبيا بالنسبة للإصدارات الصافية للأسهم، في سنة ما، من المحتمل ألا تجد معه المشروعات الأخرى في سوق البورصة التمويل اللازم لتغطية استثماراتها. حيث أنه إن لم

يصاحب عمليات التحويل هذه تعبئة مدخرات إضافية للسوق، فإن واقع الاكتتاب في تلك الحوالات يكون عبارة عن بيع جزء من أسهم المحافظ القائمة لشراء أسهم المشروعات العامة المعروضة للبيع أو، بعبارة أخرى، هدم سوق الأسهم الأخرى القائمة في البورصة أو على الأقل بخسها، ففي مثل هذه الأحوال ستكون تكلفة رؤوس الأموال التي تحتاجها المشروعات اكثر ارتفاعا ؛ بحيث تضطر إما إلى زيادة حجم معدل توزيع أرباح الأسهم المصدرة " وهي زيادة تتم بغير زيادة حقيقية في الإيرادات "، أو اللجوء إلى الاقتراض البنكي، هذا الارتفاع في تكلفة الاستثمار، قد يؤدي بالمشروعات إلى تقرير تأجيل أو إلغاء جزء من استثماراتها.

ولا شك أن تطور حصة الادخار الموجهة لسوق البورصة يعد العلاج الواقي من خطر تحقق الهجر أو الترك أو الاستبعاد المالي، ولكن إذا استطاع السوق بالفعل امتصاص حجم هام من المدخرات الإضافية، فأي نسبة تخصص من تلك المدخرات لصالح بيع المشروعات العامة، وفي نفس الوقت لا تمثل إضرارا بحاجة المشروعات الخاصة من رؤوس الأموال.

ومما تجدر ملاحظته أن اثر الاستبعاد أو الترك المالي لا يظهر في بداية الأمر حيث تضطر المجموعات الخاصة الكبرى – كصناديق الادخار والبنوك – إلى تأجيل الزيادة في رؤوس أموالها.

بيد أنه مع مرور الوقت يبدأ خطر الهجر أو الترك المالي يؤتي ثماره نتيجة التنامي في العرض الذي لا يقابله تنامي مماثل في الطلب. هذا الخطر يتواجد أساسا – من ناحية – بسبب الحاجة لنمو رؤوس أمال المجموعات الخاصة الكبرى التي أجلت إجراء الزيادة ولكنها لم تعد تستطيع الاستمرار في تلك السياسة، ومن ناحية ثانية بسبب مواصلة وتكثيف برنامج تحويل الملكية بما يشتمل عليه من زيادة في حجم عمليات التحويل، وأخيرا بسبب ما تبتغيه الحكومات من تمويل حاجاتها المالية من السوق عن طريق ما تصدره من سندات.

حاصل ما تقدم، أن طرح اسهم المشروعات العامة للبيع من خلال بورصة ضيقة ضعيفة بطريقة تجاوز قدرتها وإمكانياتها، يسبب هدما لسوق اسهم أخرى، أو على الأقل بخس قيمتها، إضافة إلى مكنة أن يمتد هذا الأثر للمشروعات العامة المعروضة للبيع، أي تعريض قيمة أسهمها للانخفاض والبخس.

وإذا كان اتساع السوق، وبحث مسالة طاقته الاستيعابية على هذه الدرجة من الأهمية، فما هي مدى الطاقة الاستيعابية للسوق المصرية ؟ وما هي درجة اتساعه ؟ وإذا لم يكن بالاتساع الكافي فهل هناك من وسائل يمكن أن تساعد على زيادة قدرته على امتصاص اسهم المشروعات العامة ؟ كل تلك الأسئلة يتم الإجابة عليها في المبحث القادم الذي تم تخصيصه لبحث زيادة قدرة البورصة المصرية على امتصاص اسهم الشركات العمومية.

خلاصة

من الواضح أن أسواق رأس المال تؤثر في برامج الخصخصة كما أنها تتـأثر بها، بمعنى أن ضيق أسواق رأس المال وضعفها يمثل عائقا للخصخصة والعكـس، كذلك التزامن بين القدرة الاستيعابية لسوق رأس المال وعملية الخصخـصة يـدعم النجاح ويحقق الأهداف المسطرة، إلا أن الخصخصة عن طريق البورصة تلاقيهـا بعض المشاكل مثل مشكلة تقييم الأصول من أجل الوصول إلى أسعار عادلة غيـر مبالغ فيها وغير زهيدة لكي لا تلقى انتقادات أهمها أنها إهدارا للمال العام، ولعـل مرحلة التقييم تعتبر الخطوة الأولى لإعداد المؤسسات العمومية للبيع لذلك خصصنا لها جزء في هذا الفصل، ثم تلاقينا مشكلة ضرورة إعادة هيكلة هذه الشركات وهذا ما تتطلبه مبادئ حوكمة الشركات.

فقد عرضنا في هذا الفصل أساليب التقييم ثم مختلف الطرق التـي يـتم بهـا خصخصة المؤسسات العمومية عن طريق أسواق رأس المال ثم حوكمة الـشركات في ظل الأسواق المالية.

تمهيد

يدرس هذا الفصل حالة البلدان العربية من خلال اختيارنا لعينـة مـن الـشركات وفحص أدائها المالي والاقتصادي بعد وقبل الدخول إلى البورصة، فقد استهللنا هذا الفصل بتقييمٍ عامٍ لأداء البورصات العربية وكان ذلك من خلال التقارير التي يصدرها صـندوق النقد العربي كل سنة.

ثم ومن خلال استبيان انتقلنا إلى دراسة عينة من الشركات وقمنـا بجمـع التقـارير المالية للشركات محل الدراسة قبل وبعد الخصخصة، وهذا العمـل يهـدف إلـى تقيـيم المؤسسات العمومية التي حولت ملكيتها عن طريق البورصات من أجل الوصـول إلـى التحسينات التي قد تطرأ عليها.

الفصل الرابع

دور الأسواق المالية العربية

في إنجاح الخصخصة

نظرا لأهمية الدور الذي تلعبه الأطر القانونية والتنظيمية في أسواق المال وزيادة المقدرة في تحقيق الأهداف في حشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار بحيث تعتبر الأنظمة والقوانين أحد أهم العناصر التي تحكم التعامل في أسواق المال، حيث أن قوة تلك الأسواق من قوة التشريعات والنظم التي تحكمها، لذلك فإن مجموعة القوانين والنظم ترتبط بسوق المال سواء كان ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

المبحث الأول

الإطار التشريعي والتنظيمي لبعض البورصات العربية

أولاً: البورصات الخليجية

1- سوق البحرين للأسواق المالية:[1]

تتمتع سوق البحرين بالشخصية الاعتبارية المستقلة التي تجيز لها أهلية التصرف كشخص اعتباري مستقل، كما أن لهذه للسوق موارد ذاتية مستقلة تتكون من رسوم قيد الشركات والوسطاء، ورسوم تداول الأوراق المالية، وكل ما يتعلق بالإيرادات التي نصت عليها المادة رقم (20) من قانون السوق.

أما بالنسبة لإدارة السوق فقد نصت المادة رقم (5) من قانون السوق بقيام وزير التجارة والزراعة رئيسا لمجلس إدارة السوق وعضوية كل من (ممثل عن وزارة التجارة والزراعة نائبا للرئيس، ممثل عن وزارة المالية والاقتصاد، ممثل عن مؤسسة نقد البحرين، ممثلين عن بنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يتم اختيارهم عن طريق رئيس المجلس، ثلاثة أعضاء مرشحين من قبل غرفة تجارة وصناعة البحرين من ذوي الخبرة والكفاءة) بحيث يقوم المجلس بوضع السياسات والإستراتيجيات العامة للسوق ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية، وإدراج أدوات الدين في السوق، وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بها والنظر في طلبات كل من صانعي السوق والوسطاء لقيدهم بالسوق وإدراج الأسهم التابعة للشركات أو السماح بتداول أية أوراق مالية في السوق، (سواء كانت هذه الشركات مدرجة بالسوق أو غير مدرجة بشرط موافقة مجلس إدارة السوق)

2- سوق مسقط للأوراق المالية: [1]

تتمتع سوق مسقط للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة ويجيز لها التصرف كشخصية اعتبارية مستقلة، وتتكون الموارد من رسوم قيد الشركات والوسطاء ورسوم تداول الأوراق المالية والموارد الذاتية الأخرى.

و يتكون مجلس إدارة السوق من عشرة أعضاء برئاسة وزير التجارة والصناعة وعضوية كل من (وكيل وزارة الصناعة والتجارة والمدير العام للسوق وممثلين عن وزارة التجارة والصناعة والمالية والاقتصاد والبنك المركزي العُماني وأربعة أعضاء يختارهم وزير التجارة والصناعية يمثلون البنوك الوطنية وشركات التأمين وشركات المساهمة والوسطاء ويتم ترشيح هؤلاء من قبل غرفة تجارة وصناعة عمان)، ويتولى مجلس إدارة السوق اقتراح القوانين الخاصة بأعمال السوق ووضع خطط وبرامج على السوق المقدمة من مدير عام السوق وصولا بها إلى تحقيق أهدافها، كذلك يقوم مجلس الإدارة بترخيص الوسطاء وتحديد طبيعة أعمالهم وعددهم في ضوء شروط الترخيص والمعايير التي يضعها مجلس السوق تشكيل لجان متخصصة من أعضاء المجلس أو من غيرهم بشكل دائم أو مؤقت، العمل على اتخاذ الإجراءات اللازمة إزاء العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقا لأحكام القانون واللوائح.

3- سوق الكويت للأوراق المالية: [2]

تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف كشخص اعتباري مستقل، وتعتمد مواردها على الموارد الذاتية المستقلة والتي تتكون عادة من رسوم قيد الشركات والوسطاء ورسوم تداول الأوراق المالية

---

1 - قانون سوق مسقط للأوراق المالية، رقم 521988-

2 - مراسيم وقرارات موازية في سوق الكويت للأوراق المالية، إدارة البحوث الاقتصادية 1985، الكويت

والإيرادات الأخرى التي يتم تحصيلها في السوق لحسابها، وتتكون لجنة إدارة السوق من وزير التجارة والصناعة رئيسا للجنة، ومدير السوق نائبا بالإضافة إلى عشرة أعضاء يمثلون القطاع الخاص على أن يكون أحدهم أحد الوسطاء بالإضافة إلى ممثل عن وزارة المالية وممثل عن البنك المركزي الكويتي ويتم تعيينهم من مجلس الوزراء، ومدة هذه اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، بحيث تعتبر هذه اللجنة ممثلة للفعاليات الاقتصادية الخاصة والجهات الحكومية المعنية بالسوق.

وتتولى لجنة السوق وضع اللوائح المالية والاشتراكات السنوية، ولمدير السوق الحق في إصدار التعليمات المنظمة ويعتبر هو المسؤول عن تنفيذ قرارات لجنة السوق، وهو الممثل القانوني للسوق، كذلك يحق لمدير السوق اتخاذ ما يراه مناسبا من إجراءات الوقف أو إلغاء أو تعديل أي عملية تداول مخالفة للقانون أو الأنظمة المتبعة والمعمول بها في السوق، مع عدم تحمل السوق مسؤولية ذلك ثم بعد الأمر ذلك بعرض الأمر على لجنة السوق في أول اجتماع قادم للنظر فيه بصفة نهائية.

4- سوق الدوحة للأوراق المالية:[1]

صدر قانون سوق الدوحة للأوراق المالية في النصف الثاني من عام 1995 حيث تتمتع هذه السوق بالشخصية المعنوية المستقلة، وتكون لها أهلية التصرف في أموالها أدارتها وحق التقاضي، وتتكون موارد السوق من إيرادات الخدمات التي تقدمها السوق، وحصيلة توظيف أموال السوق، واشتراكات الأعضاء السنوية، وإيرادات أخرى.

وتتولى إدارة السوق لجنة تسمى " لجنة السوق " برئاسة ممثل عن وزارة المالية والاقتصاد والتجارة، وعضوية كل من مدير السوق وممثل آخر عن وزارة المالية والاقتصاد، وممثل عن مصرف قطر المركزي، وممثل لغرفة الصناعة

---

1 – قانون سوق الدوحة للأوراق المالية، رقم 14، لعام 1995، الدوحة، 1995

والتجارة واثنين من الوسطاء، واثنين يمثلان الشركات الوطنية التي يجري التعامل في أسهمها بالسوق، واثنين من ذوي الخبرة والكفاءة، وتمارس هذه اللجنة رسم السياسة العامة للسوق، واقتراح اللوائح الداخلية والقواعد التنظيمية للتداول بالأوراق المالية والنظر للسوق، واقتراح اللوائح الداخلية والقواعد التنظيمية للتداول بالأوراق المالية والنظر في طلبات القيد للوسطاء، العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر الوطنية لإدارة السوق. والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية وغير ذلك من الصلاحيات المسموح بها لضمان سير العمل في السوق.

5- سوق المملكة العربية السعودية المالي:

يعتبر سوق السعودية المالي متميزا عن الأسواق المالية لدول المجلس وذلك من حيث النظام والتداول، فلا يوجد سوق قائم لديها، ولقد انتهجت السعودية نظاما مختلفا عن باقي أسواق المال بدول المجلس، ففي عام 1982 م أصدر مرسوم ملكي بإقامة لجنة مشتركة تضم ممثلين عن وزارة المالية والاقتصاد ووزارة التجارة ومؤسسة النقد السعودي، لدراسة الإمكانيات والنظم التي تساعد على قيام نظام رسمي للتعامل في الأسهم، وإيجاد اللوائح المنظمة لهذا النظام وتكونت هذه اللجنة " اللجنة الوزارية العليا " بمشاركة وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، ولجنة الإشراف على السوق ومكونة من وكلاء الوزارات المذكورة سابقا ووكيل محافظ مؤسسة النقد السعودي، ومهمة هذه اللجنة هي الإشراف والرقابة على عملية تداول الأسهم، ودراسة القوانين والعمل على تجميع كافة المعلومات المطلوبة من البنوك، ولها الحق في إيقاف تداول أسهم أية شركة، وتحت إشراف مؤسسة النقد السعودي التي تتولى الإشراف اليومي على نشاط السوق، وعلى ضوء ذلك تم إنشاء مكتب للمقاصة (شعبة الرقابة على الأسهم) لمطابقة وموازنة طلبات البيع والشراء من البنوك المختلفة، وتم إدراج عدد من

البنوك الوطنية لأداء وظيفة الوسطاء في السوق المالي من خلال شبكة الاتصالات الحديثة مرتبطة بمؤسسة النقد السعودي ويعتبر هذا النظام فريدا ومتميزا ليس فقط على مستوى دول المجلس. ولكن على مستوى العالمي بحيث يعتبر هذا النظام نادر العمل به، ويتم التعامل بهذا النظام في كل من ألمانيا وسويسرا، ومع ذلك فإنها لم تزل سوقا غير منظمة، ولا يوجد بها سوقا ماليا يجري بها التعامل في بيع وشراء الأوراق المالية، فضلا عن كونها في نهاية الأمر سوقا للأسهم فقط، وتغيب فيها السندات كسوق أولية أو سوق قانونية باستثناء تلك السندات الحكومية التي أصدرتها حكومة المملكة عام 1988.

6- سوق الإمارات العربية المتحدة المالي:[1]

في عام 1994م أصدر مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة القرار رقم (3/3) لتشكيل لجنة لدراسة إمكانية إنشاء سوق مالي للأوراق المالية وتتكون هذه اللجنة من المصرف المركزي ووزارة الاقتصاد والتجارة ووزارة المالية والصناعة ، حيث قامت هذه اللجنة بعمل جميع الدراسات اللازمة مستعينة بتلك القوانين والنظم التشريعية المعمول بها في أسواق المال بدول المجلس، وبناءً على ذلك فقد أوصت هذه اللجنة على ضرورة قيام سوق مالي بالدولة نظرا لوجود عدد كبير من الشركات المساهمة والتي يتم تداول أوراقها المالية في السوق الأولى، والرغبة المتزايدة لدى المتعاملين بالأدوات المالية بوجود سوق مالي يتم التعامل من خلاله بهدف تنظيم وتطوير أساليب التعامل بالأدوات المالية، وتشجيع الاستثمار، وأن يكون لهذا السوق كيان قانوني يتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وحق التقاضي.

---

1 – سيف خلف: **نظم وتشريعات سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة**، (بحث مقدم لندوة تطوير أسواق المال في الإمارات العربية المتحدة)، معهد الإمارات للتدريب المصرفي، الشارقة في 27-04 – 1994، ص ص: 5-10

كذلك أوصت هذه اللجنة بتشكيل مجلس إدارة للسوق يتكون من وزير الاقتصاد و التجارة كرئيس لمجلس الإدارة، وعضوية عدة جهات حكومية ومؤسسات خاصة، وممثلين عن القطاع الخاص والشركات المساهمة والهدف من قيام السوق هو تطوير نظم وأساليب التعامل في الأدوات المالية المطروحة، والعمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المتعاملين وحماية المدخرين، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأدوات المالية من أجل خدمة الاقتصاد الوطني. بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهمها منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل ثلاثينات القرن العشرين، حيث كانت أولى هذه الشركات البنك العربي الذي تأسس عام 1930، وشركة التبغ والسجائر عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951، كما وتم إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

إلى غاية منتصف السبعينات ظل سوق عمان الدولي يلبي احتياجات المستثمرين وبعدها بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، إلى أن صدر قانون الأوراق المالية في الأردن عام 1997، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة.

إن التداول بالأسهم يعتبر من بين العمليات المعروفة وقديمة النشأة نوعا ما في الأردن، فمنذ أوائل الثلاثينيات كان التداول يتم من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض شركات الوساطة، حتى صدور القانون رقم (31) لسنة 1976 الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد.

ظل سوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينيات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، إلى أن صدر

قانون الأوراق المالية في الأردن عام 1997، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة.

ثانياً: الإطار التشريعي لبورصات منطقة الشرق الأوسط شمال إفريقيا:

1- بورصة عمان:

وأُنشئت بورصة عمان في 11 آذار 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً، وتدار من قبل القطاع الخاص، ولا تهدف إلى الربح، وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية.

كما أنشأ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والمقاصة.

2- البورصة المصرية:

أنشأت بورصة القاهرة بالمبادرة من القطاع الخاص، و ذلك على نمط بورصات مختلف البلدان كمرحلة لاحقة لبورصة البضائع، حيث كان السماسرة يجتمعون لعقد صفقات فيما بينهم على قارعة الطريق، وفي بعض المقاهي مثل مقهى " نيوبار" بميدان الأوبرا بالقاهرة منذ عام 1883 حيث لم تكن التعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبق للعادات التي ألفوها، ولم تفلح الجهود في خلق سوق منظم للأوراق المالية إلا في نهاية القرن التاسع عشر لعدم كفاية الأوراق المتداولة وعدم وجود دور واضح للإدارة الاقتصادية في خلق سوق المال، ونتيجة للتطورات الاقتصادية التي عرفتها مصر في بداية القرن العشرين عند ارتفاع قيمة الأراضي الزراعية وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار، و انتشار شركات

المساهمة خصوصا في مجال الاستصلاح والتعمير وبعض البنوك، فأنشأت سوق الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1903، و بعدها في القاهرة عام 1907 من خلال شركة تم إنشاؤها مع نقابة السماسرة.[1]

وكان لحدوث أزمة عام 1907 آثار سلبية حيث أفلست الشركات نتيجة للمضاربات بعقود البيع الآجل مما أدى إلى استحداث إصلاحات نقدية عام 1909 ووضعت أول لائحة للبورصات وتم إصلاح سوق الأوراق المالية وتنظيمها ووضع القواعد والأسس التي تحكم سير العمل بها.[2]

أما في عام 1914 فقد تم إغلاق البورصة على إثر الحرب العالمية الأولى وأعيد فتحها في عام 1916، وتم وضع لوائح قانونية جديدة للبورصة في عام 1933 وقد خضعت للنفوذ الأجنبي والامتيازات الأجنبية مما أدى إلى تدفق رؤوس أموال أجنبية، واستمر الوضع على ما هو عليه إلى غاية إلغاء الامتيازات الأجنبية في عام 1938، ثم عدلت اللوائح عام 1940، ولكن ظلت سيطرة الأجانب واليهود على سوق المال في مصر إلى عقب ثورة 1952 حيث تم تمصير المصالح الأجنبية في مصر، وصدر القانون 329 /1953و الذي قضى بعدم جواز التعامل في البورصة إلا من خلال السماسرة المقيدين في البورصة.[3]

و بمناسبة صدور القوانين التي تتبنى فيها مصر الاشتراكية عام 1961 أثر سلبا على البورصة المصرية خاصة بعد صدور القانون 1961/116 الخاص بتعطيل العمل ببورصتي القاهرة والإسكندرية وذلك لمدة شهرين، مم أدى إلى تدهور حجم التعامل.[4]

---

1 – علاء الدين أحمد جبر: **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، 2007، ص ص:31 _ 32

2 – عبد الحميد صديق:**سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الاقتصاد القومي**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بجامعة قناة السويس، مصر، 1994، ص: 86

3 – حسني المصري:**شركات الاستثمار**، دار النهضة العربية، القاهرة، 1981، ص:37

4 – محمد سامح عبد الهادي: **دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة بجامعة المنوفية، 1995، ص:172

إلا أنه ومع التحولات الجديدة في السياسة الاقتصادية خلال مرحلة الانفتاح والتحرر الاقتصادي بعد حرب 1973 أصدرت الإدارة قوانين جديدة عملت على إعادة الثقة إلى سوق الأوراق المالية في مصر وذلك بموجب القانون رقم43 /1974 والمعدل بالقانون 1977/32 الخاص باستثمار رأس المال العربي والأجنبي

ثم عززت البورصة المصرية بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بغرض تنظيم وتنمية ومراقبة البورصة، وذلك طبقاً لأحكام القرار الجمهوري رقم 250/ 1979، ثم صدور قانون الاستثمار رقم 1997/230، كما أنه تم تشجيع التعامل في سوق الأوراق المالية بإصدار قانون الضرائب رقم 159 /1981 ليمنح حوافز جديدة للاستثمار في الأوراق المالية حيث أعفى أرباح الأسهم من الضرائب بنسبة50%' وتلتها مجموعة من القوانين كلها تصب في هذا الشأن.[1]

و في عام 1995 مجلس الشعب القانون الخاص بتعديلات قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم95 لسنة1995، الذي كانت أبرز تعديلاته تتمثل في ضم بورصتي القاهرة والإسكندرية في كيان قانوني.

3- بورصة الدار البيضاء المغربية:

يعود إنشاء بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 حيث كانت تحمل اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". وقد دفعت الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة في العالم السلطات المالية

آنذاك للعمل على تحسين وتنظيم أداء هذا المكتب، وفي سنة 1948، تحول "مكتب مقاصة القيم المنقولة " إلى "مكتب تسعير القيم المنقولة". ومع دخول قانون إصلاح القطاع المالي حيز التنفيذ سنة 1967، أصبح للمغرب بورصة منظمة من الناحية التقنية والقانونية.

---

1 – صلاح زين الدين:**سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في التنموي المنشود**، المؤتمر العلمي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين7، 9 أفريل 1994، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مصر، 1994

ابتداء من سنة 1993، تمت إعادة هيكلة قطاع البورصة من أجل استكمال وتقوية مكاسبه. وقد كان الهدف من هذه الإصلاحات هو تحديث السوق المالي، وذلك من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة الذي يتولى مهمة حماية المستثمرين في سوق القيم المنقولة.
- المصادقة على جعل شركات البورصة وسيطاً وحيداً يتمتع بصلاحية تنفيذ المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المدرجة.
- إنشاء شركات الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة والتي تتولى تسيير محافظ القيم المنقولة.
- إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء(SBVC) لتسير بورصة القيم.

في عام 1998، تم خلق المستودع المركزي Maroclear من أجل تحسين تنظيم سوق البورصة. منذ هذا التاريخ عرفت بورصة الدار البيضاء طفرة نوعية جعلتها تتنامى بسرعة مذهلة. وفي سنة2000 تأسست "شركة بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء"، ذات مجلس مراقبة ومجلس تنفيذي.

و واكب ميلاد "بورصة الدار البيضاء" إنجاز عدد من المشاريع كتبني نظام جديد للتسعير وخلق مؤشرات وتطبيق معايير جديدة لإدراج الشركات في البورصة.

4- **بورصة تونس:** أنشأت بورصة تونس سنة 1969 كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد. وقد تم إحداثها مع بداية وضع أسس نظام اقتصادي يعتمد على آليات السوق.

ورغم عراقتها فإن البورصة لم تتمكن من القيام بدور فعال في تمويل الاقتصاد نتيجة ضعف الادخارِ طويلِ المدى والاعتماد على التمويل المصرفي مما جعل البورصة عبارة عن مكتبٍ لتسجيل العمليات، أكثر منه مرآة تعكس أداء

الاقتصاد. ولم تتعد رسملة السوق في تلك الفترة 1 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

وبدأت أولى إصلاحات السوق سنة 1988 بهدف وضع إطار تشريعي وتقني حديث يساهم في تمويل أفضل للاقتصاد. وقد تم في هذا الإطار فتح السوق للشركات عبر تنظيم عمليات الاكتتاب العام وإصدار سندات الدين من قبل الشركات وتطوير الادخار الجماعي بإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي وبعث شركات الاستثمار والأدوات المالية الجديدة كشهادات الاستثمار والأسهم ذات الأولوية في الربح وإعفاء الأرباح الموزعة والقيمة الزائدة للأسهم من الضريبة. وفي سنة 1994 تم القيام بإصلاح جوهري يهدف إلى إعادة تنظيم السوق المالية وفقا للمعايير الدولية من خلال إصدار القانون رقم 117 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية حيث يفصل بين مهام التسيير ورقابة السوق. وقد تم في هذا الغرض إحداث هياكل جديدة مثل هيئة السوق المالية وصندوق ضمان عمليات السوق.

أما عن الخصخصة بالبورصات فقد كانت 5 % من خصخصة المؤسسات التونسية تتمّ عبر البورصة.[1]

المبحث الثاني

أداء البورصات العربية والتحديات التي تواجهها

أولا: نظرة عامة على أداء البورصات العربية

عندما نتكلم عن أسواق الأوراق المالية العربية جملة واحدة فإننا نلجأ إلى صندوق النقد العربي باعتباره مؤسسة تهتم بالاقتصادات العربية، وفيما يتعلق بأسواق الأوراق المال العربية فقد قام بتشكيل قاعدة بيانات تحوى معظم البورصات العربية ومن خلالها قام ببناء مؤشر لهذا الصندوق وعليه فإننا سنعتمد هذه البورصات.

إن صندوق النقد العربي يقوم بتوفير المعلومات حول أسواق الأوراق المالية العربية .وفي هذا السياق، ينشر البيانات اليومية المتعلقة بالأسواق المالية العربية على موقعه في شبكة الإنترنت .وتشمل هذه البيانات، إضافة إلى المؤشر المركب للصندوق الذي يقيس أداء هذه الأسواق مجتمعة، تغير مؤشرات الصندوق لكل دولة على حدة، وبيانات عن حجم الأسواق المالية العربية، وأحجام التداول.

وقد أظهر التقرير السنوي لعام 2000 تراجع أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال هذا العام مقارنة مع العام الماضي. فقد انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الخاص بهذه الأسواق بنسبة610. في المائة. كما انخفضت القيمة السوقية في نهاية هذا العام بنسبة 0.7 في المائة لتبلغ حوالي148.2 مليار دولار. وفيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة، فقد ارتفعت خلال هذا العام بنسبة 2.5 في المائة لتبلغ 536. مليار دولار مقارنة مع 35.6 مليار دولار خلال العام الماضي. في حين انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة بنسبة 23.5 في المائة ليبلغ 9.1 مليار سهم خلال هذا العام[1].

و في عام 2007قام الصندوق بتوسيع قاعدة بياناته فيما يخص أسواق الأوراق

المالية لتشمل جميع البورصات العربية، استكمل الصندوق خلال هذا العام الإجراءات اللازمة لانضمام أسواق الأوراق المالية في كل من قطر والسودان والعراق وفلسطين وأبوظبي ودبي والجزائر إلى القاعدة، ليصل بذلك عدد الأسواق المشاركة فيها إلى ستة عشر سوقاً[2].

وعن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001 مقارنة بالعام السابق، إذ انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الخاص بهذه الأسواق بنسبة 1.1 في المائة .وبالنسبة للأداء الفردي للأسواق، فقد انخفضت خلال هذا العام مؤشرات ستة أسواق عربية من بين الأسواق التسعة المشتركة في القاعدة .وسجل سوق المال بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34 في المائة تلته بورصة بيروت ثم سوق مسقط للأوراق المالية بنسبة 29 9.في المائة و27 7.في المائة على التوالي.[1]

وفي المقابل، سجلت بورصة الكويت ارتفاعاً ملحوظاً خلال هذا العام مقارنة مع العام الماضي بنسبة 31.3 في المائة، ثم تلتها بورصة عمّان بنسبة 25.0 في المائة . وبالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية الدولية، يظهر المؤشر المركب للصندوق أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال هذا العام كان مماثلاً من حيث التراجع الذي سجلته معظم الأسواق المالية الدولية، وهذا ما يسمح لنا بالحكم على أن الأسواق المالية العربية بدأت في هذه الفترة تساير الأسواق الدولية وذلك بالنظر لها جملة واحدة لأن هنالك تفاوت ملحوظ بينها.

و خلال عام2002 تم انضمام ثلاث أسواق مالية عربية إلى قاعدة البيانات، وهي سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، مما عزز عمله. وعن المؤشر المركب فقد تحسن خلال 2007 مقارنة بالعام الذي سبقه، فقد ارتفع المؤشر المركب الذي يحتسبه الصندوق لأداء الأسواق بنحو 38 في المائة

2- التقرير العربي الموحد لعام 2001، صندوق النقد العربي، 2001، ص:23

بما يؤشر إلى أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية في عام 2007، إن أعلى بنسبة عالية عن الأداء الذي حققته معظم الأسواق الناشئة والدولية.

وبلغت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنهاية العام 2007 نحو 1336.2 مليار دولار، بنسبة زيادة كبيرة تبلغ نحو 85 في المائة مقارنة مع القيمة السوقية بنهاية العام السابق، فقد بلغت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنهاية العام 2007 نحو 1336.2 مليار دولار، بنسبة زيادة كبيرة تبلغ نحو 85 في المائة مقارنة مع القيمة السوقية بنهاية العام السابق.[2]

1- أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي: تعتبر دول الخليج من الدول التي تعتمد في اقتصادياتها على الصادرات النفطية خصوصا في فترة السبعينيات، وبالتالي فأسواق رأس مالها تعاني من التخلف مقارنة بالأسواق في الدول المتطورة، فقد اتجهت إلى محاولة تطويرها من أجل إعادةِ توطين رؤوس الأموال وتجميع المدخرات لتوجه أحسنَ توجيهٍ نحو الاستثمارات المنتجة، وإعطاء القطاع الفرصة في عملية التنمية من أجل تحقيق النمو، وبما أن دول الخليج تتميز بحرية السوق، وحرية أسعار الصرف، وانخفاض نسبة الضرائب وعدم وجود قيود تحد من حركة رؤوس الأموال، فهذا سيساعد على إنشاء وتطوير الأسواق المالية لديها وسيعمل على استقطاب رأس المال الوطني المستثمر في الخارج، وذلك يساعد على جلب رأس المال الأجنبي.

فقد شهدت دول مجلس التعاون الخليجي تطورات سريعة في أسواقها المالية خلال العقدين الأخيرين، ففتحت الطريق أمام القطاع الخاص باتباعها لسياسات الخصخصة بعد أن دفعها الانخفاض المستمر في أسعار النفط إلى البحث عن التنويع في مصادر التمويل[1].

---

1 – الأهلي الاقتصادي: **أسواق رأس المال في الخليج**، دراسة صادرة عن البنك الأهلي التجاري، المجلد الخامس، العدد 6، جدة، 1994، ص: 45

ويعتبر سوق المال في دولة الكويت من أقدم الأسواق المالية في منطقة الخليج، فقد ظهر السوق رسميا في نهاية السبعينيات حيث كانت إصدارات السندات لشركات القطاع الخاص قد ظهرت للمرة الأولى في عام 1968 وتم إدراجها في سوق الكويت للمرة الأولى في عام 1988، فقام البنك المركزي الكويتي بإصدار سندات جديدة بقيمة49,5 دولار وذلك عام 1988 وكما أصدر سندات قيمتها 66 مليون دولار عن طريق بنك الكويت الوطني في شهر ماي 1994 وباستثناء ذلك فإن الإصدار الوحيد في الكويت كان لشركة وطنية تعمل في مجال التجارة وذلك لغاية 1995، ففي عام 1993بلغ عدد الشركات المساهمة المسجلة في سوق الكويت للأوراق المالية 47 شركة مساهمة وذلك مقابل 45شركة مقيدة قبل حدوث أزمة الخليج عام 1990، وقد استعادت السوق نشاطها بعد هذه الأزمة[1].

أما عن سوق الأسهم في السعودية فيعتبر من أكبر أسواق رأس المال في الخليج فبعدما كان عدد الشركات لا يتجاوز 38 شركة برأسمال 6 مليار دولار تقريبا في منتصف الثمانينات ارتفع إلى 67 شركة في عام 1994 بقيمة سوقية للأسهم بلغت 38 مليار دولار، وقد ارتفع عدد الشركات إلى 128 شركة في منتصف 2008[2].

في نهاية 2007، سمحت مؤسسة النقد السعودي للبنوك السعودية بإنشاء صناديق استثمارية مخصصة لشراء وبيع الأوراق المالية والمحلية خلال بداية العقد السابق[3].

أما في البحرين فقد صدر مرسوم أميري عام 1987، بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، وبدأ التعامل بالسوق عام 1989، فــفي عام 1994 بلغ

1 – هنري عزام: **أسواق المال في الخليج مالها وما عليها** ,نشرة الأهلي الاقتصادي(بنك الأهلي التجاري)، جدة، 1994

2 – موقع أسواق الأسهم الخليجية يوم 200812 26 على الساعة 22 (www.gulfbase.com)

3 – غازي محفوظ: **الاستثمار بالأسهم في السعودية** , تهامة للنشر , 1986 , السعودية، ص:125

عدد الشركات المدرجة 23 شركـــة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة قاربت 6مليار دولار[1]، وقد وصل عدد الشركات إلى 47 شركة، أما في منتصف 2008 فقد عدد الشركات إلى 47 شركة من بينها 6 أجنبية[2].

وفي سلطنة عمان صدر مرسوم سلطاني في عام 1988 بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية وبدأ التعامل بها عام 1979 ، وكان عدد الشركات المساهمة في السوق خلال تلك الفترة حوالي 71 شركة.

وفي دولة الإمارة العربية المتحدة فقد كانت هنالك شركات تتداول أوراقها المالية في سوق غير رسمية قبل عام 1994 إلى غاية إنشاء السوق الرسمية.

وفي دولة قطر قد صدر قانون عام 1995 ينص على إنشاء سوق رسمية للأوراق المالية وقد كانت هذه الخطط مطروحة قبل هذا التاريخ وتم تأجيلها بسبب محدودية عدد الشركات المساهمة وارتفاع نسبة الملكية الحكومية فيها.

2- **أسواق رأس المال في الشرق الأوسط:** شهدت مؤشرات أداء السوق الثانوية في بورصة عمان الأردنية تحسناً ملحوظاً خلال عام 2003، حيث ارتفع حجم التداول إلى مستويات غير مسبوقة منذ تأسيس السوق ليصل إلى (1921,3) مليون دينار، مقارنة مع (1242,2) مليون دينار خلال عام 2002، بنسبة ارتفاع مقدارها (54,7%)، وواصل حجم التعامل في الارتفاع حيث وصل إلى(3793,2) مليون دينار خلال العام 2004- 2040، أي بنسبة زيادة تقارب الـــ (100%)، أما في نهاية العام 2005 حققت مكاسب قياسية ملحوظة لم يسبق لها مثيل، حيث ارتفع حجم التداول إلى مستويات مميزة منذ تأسيس السوق ليصل إلى (16871) مليون دينار بنسبة زيادة سنوية قدرت بـــ (34,7%)

---

1 – المرجع السابق، ص:212

2 – موقع أسواق الأسهم الخليجية يوم 29/ 12 / 2008 على الساعة 13 (www.gulfbase.com)

وخلال عام 2005 بلغ عدد هذه الأسهم المتداولة (2582,6) مليون سهم بزيادة نسبتها 93% إذا ما قورن بعدد الأسهم المتداولة خلال العام 2004 والذي بلغ آنذاك (1338,7) مليون سهم، أما أثناء عام2005 فقد بلغ (1334) مليون سهم وواصل الزيادة لينتقل إلى (1216) مليون سهم، أما حجم التداول فقد تغير من 1242,2 دينار إلى 1921,3 ثم 3793,2 ثم 16871 خلال أعوام 2002، 2003، 2004، 2005 على الترتيب[1].

أما عن سوق الأوراق المالية في مصر اتسم بالاستقرار بعد الانخفاض الذي شهده نتيجة للتقلبات في الأسواق العالمية، فقد أبرز التقرير توقعات وزير الاستثمار بشأن وصول مستوي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى 5,2 مليار دولار عام 2006، بحيث يتجاوز لأول مرة 5% من الناتج المحلي الإجمالي آخذا في الاعتبار وجود خطة طويلة الأجل لخصخصة 164 شركة.

وعن الرأس المال السوقي فقد ارتفع في شهر ديسمبر 2007 ليصل إلى768,18 جنيه مصري مقارنة بالشهر السابق حيث وذلك بنسبة تجاوزت 5%، أما عن حجم التداول فقد انخفض من 1600 ألف مليون ورقة إلي 1000 مليون ورقة وذلك خلال شهر واحد[2]

تواجه الأسواق المالية العربية العديد من التحديات التي تعيق تطورها ونموها الأمر الذي يجعلها محدودة الكفاءة، ورغم أن لكل سوق من الأسواق العربية خصائصه وسماته تنتج من البيئة الخاصة به سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية إلى غير ذلك إلا أن معظمها يتعرض لبعض التحديات والتي يحاول الباحث أن يلخصها في الجزأين المواليين.

ثانياً: التحديات المتعلقة بالتشريعات والهياكل المؤسسية

1 – التقرير العربي الموحد لعام 2002، 2003، 2004، 2005، صندوق النقد العربي

1- تخلف المنظومة القانونية والتشريعية:

تلعب القوانين والتشريعات دورا هاما في تنظيم وتطوير أسواق رأس المال، ومن خلال اطلاعنا على الكثير من الدراسات التي اهتمت بأسواق رأس المال العربية فإن أغلب أصحابها يعتبرون أن هنالك قصور للمنظومة القانونية والتشريعية لأسواق رأس المال العربية، وذلك يعتبر عائقا يواجه تطور هذه الأسواق، وينعكس هذا سلبا على أداء هذه الأسواق حتى أن البعض يذهب إلى وجود ثغرات في التشريعات العربية مقارنة بالتشريعات المنظمة لعمل البورصات المتطورة في العالم، ولا يفضل الباحث الخوض كثيرا في هذا الموضوع لأنه لا يعتبر الاهتمام المباشر، إلا انه يتعرض له لأن التشريعات والقوانين هي أول الأسس التي تبنى عليها المؤسسات.

فمما لاشك فيه أن تطور الهياكل القانونية والتشريعية يعتبر أحد التحديات التي تواجه الأسواق المالية العربية حتى تستطيع مسايرة التغيرات الاقتصادية المتسارعة في اقتصادات الدول المتطورة، خاصة وأن الكثير من التشريعات لم تكن عرضة للتغيير لفترات طويلة.[1]

الأمر الذي يدعو إلى ضرورة تطوير التشريعات والقوانين التي من شأنها تحفظ حقوق المستثمرين وتحميهم من الممارسات اللاأخلاقية في البورصات مثل البيوع الصورية* والشراء بغرض الاحتكار** واستغلال النفوذ، والمضاربات غير المشروعة.

2- قصور الهياكل المؤسسية:

من الملاحظ أن غالبية الأسواق المالية العربية تعاني من قصور في الهياكل المؤسسية أي انخفاض عدد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية مثل مصرفيو الاستثمار، صانعو السوق، شركات السمسرة، شركات إدارة المحافظ

المالية، وشركات رأس المال المخاطر، وغيرها من تلك الشركات العاملة في مجال الوراق المالية، فنجد مثلا غياب صناع السوق حيث يؤدي ذلك إلى خلق نوع من اللاتوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.

فيرى الباحث أنه يجب إقامة مجموعة متكاملة من المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية تدعمها بعض الجمعيات المدنية التي تعمل في مجال حماية المستثمرين، حيث يجب أن تضم الأسواق المالية العربية مؤسسات متخصصة في الترويج وتغطية الاكتتابات وأخرى تعمل كصناع للسوق إضافة إلى تطوير عمل شركات الوساطة والسمسرة وكذا العمل على رفع كفاءة شركات المقاصة، وبذلك تساعد هذه المؤسسات على تحويل ملكية الشركات العمومية عن طريق البورصات بطريقة غير مباشرة، فتعمل أسواق رأس المال على تفعيل برامج الخصخصة.

ثالثاً: التحديات المتعلقة بالأدوات المالية والتقنيات المستخدمة

1- درجة السيولة في الأسواق المالية العربية

تتسم الأسواق المالية العربية كغيرها من الأسواق الناشئة بارتفاع درجة التركيز بها، بمعنى ارتفاع حجم قيمة التداول على عدد محدود من الشركات المسجلة بها الأمر الذي يعكس المزيد من المخاطر المصاحبة لقرارات الاستثمار في هذه الأسواق، حيث أن ارتفاع درجة التركيز على عدد معين من الأسهم يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة والعكس صحيح، كما يؤدي ارتفاع درجة التركيز أيضا إلى ارتفاع العوائد غير العادية المحققة بهذه الأسواق، الأمر الذي يعني أن هذه الأسواق لازالت في طور النمو[1]

وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق التي تتسم بدرجات تركيز مرتفعة لها العديد من السلبيات أهمها تأثر أداء السوق بالتغير الحادث في أسعار عينة محدودة من الأسهم، الأمر الذي ينعكس على مؤشرات الأسواق بالارتفاع أو الانخفاض مما لا

يعكس الواقع الفعلي، كما أنه يؤثر أيضا على حركة التداول حيث تسمى هذه الأسهم والتي تقود حركة السوق بالأسهم القائدة.

كما يمكننا ملاحظة انخفاض درجة السيولة وكذلك انخفاض القابلية للتسويق في الأسواق المالية العربية، والمقصود بدرجة السيولة هنا هي إمكانية إعادة تسييل الأوراق المالية مرة أخرى أي مدى سهولة الدخول والخروج إلى السوق دون خسائر يتحملها المستثمر.

ومن المعايير الأكثر شيوعا لقياس درجة السيولة نسبة معدل الدوران، ويتم حساب نسبة معدل الدوران عن طريق قسمة إجمالي قيمة التعاملات في السوق على إجمال رأس المال السوقي، والجدير بالذكر هنا أن ارتفاع هذه النسبة يعكس في حقيقة الأمر ارتفاع درجة السيولة في السوق، بمعنى ارتفاع حجم التداول على الأوراق المالية المقيدة، وبالتالي فانخفاض معدلات دوران الأسهم يعكس انخفاض درجة السيولة[1]

فنجد حسب الجدول المبين أسفله أن معدل دوران الأسهم في الأسواق العربية تجاوز 429 في السوق المالية السعودية في حين أنه لم يصل إلى 6.6 في سوق البحرين وذلك عام 2007[2].

جدول رقم (02) معدلات دوران الأسهم والشركات المدرجة في البورصات العربية

السوق	معدل دوران الأسهم %	عدد الشركات المدرجة
بورصة عمان	72.7	227
سوق البحرين	6.6	50
بورصة تونس	13.3	48
سوق الأسهم السعودي	429.2	86
سوق مسقط	17	121
سوق الكويت	56.3	180
بورصة بيروت	24.5	16
بورصتي القاهرة والإسكندرية	52.3	603
بورصة الدار البيضاء	18.4	63
سوق أبو ظبي	23.8	60
سوق دبي	109	46
سوق الدوحة	33,8	36
سوق الخرطوم	21	52
بورصة الجزائر	0.35	2
سوق فلسطين	39.1	33

المصدر: التقرير العربي الموحد لعام 2007، مرجع سابق ص: 146

2- محدودية عرض الأدوات المالية:

تعتبر الأسواق المالية العربية عموما حديثة العهد بالمقارنة مع الأسواق المالية المتطورة وهي تتسم بمحدودية وضآلة عرض الأدوات المالية، حيث تتصف بضيق نطاقها وافتقارها للمزيد من الأدوات المالية، ويرجع سبب في ذلك إلى سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة، فهي بذلك تضيق نطاق الملكية فضلا على أن أسهم معظم الشركات لا يزال في حوزة الحكومات العربية بالرغم من الإسراع في تطبيق سياسات الخصخصة، كما أن سوق السندات تسيطر عليه السندات الحكومية، في المقابل نلاحظ عرضا محدودا للسندات التي تصدرها شركات المساهمة كما هو الحال في الجزائر مثلا، الأمر الذي يؤدي إلى محدودية عرض الأدوات المالية في الأسواق المالية العربية.

والجدير بالذكر أنه يمكن التغلب على محدودية عرض الأدوات المالية في البلدان العربية عن طريق الحوافز أو بطرق إلزامية، أما عن الأسلوب الإلزامي فيكون من خلال إصدار تشريعات من شأنها إرغام المؤسسات العمومية على الدخول إلى البورصة إذا ما تجاوز رأس مالها حدا معينا، أما الأسلوب التشجيعي فيتمثل كما هو الحال في الكثير من الدول في التحفيز الضريبية كأن تعفى الإصدارات الجديدة من كافة الرسوم أو أن تكون هنالك معاملة تمييزية في فرض الضريبة على الدخل بأن تعفى الشركة من الضريبة على الأرباح عن الجزء غير الموزع على المساهمين بشكل نقدي.

كما يمكن أن نعمل على إصدار أدوات جديدة تتماشى والثقافة العربية خاصة الدينية منها، فنحن نعلم أن الكثير من المدخرين يعزفون عن الاستثمار في الأوراق المالية خاصة السندات وغيرها من الأوراق المستحدثة مثل المشتقات بسبب الوازع الديني، وعليه فيمكن للأسواق المالية العربية إصدار أوراق مالية لا تخالف الشرع، وبالتالي جلب أكبر عدد ممكن للاستثمار في الأوراق المالية.

3- ضعف الطلب على الأدوات المالية:

باعتبار أن الأسواق المالية هي الحلقة الوسيطة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز، وباعتبار أن معدل الناتج الوطني الإجمالي في الدول العربية (ماعدا بعض الدول الخليجية) يعتبر منخفضا مقارنة بما هو عليه الحال في الدول المتقدمة فذلك من شأنه أن يضعف على الأدوات المالية نظرا لقلة المخصصات الموجهة للأسواق المالية مقارنة بتوجيه الغالبية العظمى من دخول الأفراد إلى الاستثمارات المباشرة في شكل أصول حقيقية كالأراضي والعقارات وغيرها، بالإضافة إلى مستوى الثقافة المالية والتي تلعب دورا هاما في ضعف الطلب على الأدوات المالية.

ويمكننا تلخيص العوامل التي تؤثر على تدني الطلب على الأدوات المالية في انخفاض معدلات الدخول النقدية وانخفاض معدلات الادخار يعود هذا الانخفاض إلى ضعف الدخل في الدول العربية مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار فالدول النفطية بسبب ارتفاع معدلات الدخل تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الادخار المالي لم يقل بشكل عام عن% 30 ، وقد يتجاوزه إلى % 50 في السنة، باستثناء الفترة من 1986 الى 1992 حيث انخفضت أسعار النفط بشكل كبير، وقامت فيها حرب الخليج الثانية ماعدا بعض الدول مثل قطر[1]، إضافة إلى انخفاض العوائد المنتظرة من الاستثمارات المالية، كما أن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع يؤدي إلى تراجع الطلب على الأوراق المالية.[2]

كما أن ضعف الثقافة والوعي الاستثماري لدى غالبية المستثمرين في معظم الدول العربية يؤدي كذلك إلى تدني الطلب على الأوراق المالية.

وعليه فإن الباحث يرى أنه يجب اتخاذ العديد من الإجراءات التي تشجع في توجيه المدخرات الخاصة للطلب على الأدوات المالية كنشر ثقافة البورصة والوعي الادخاري وتحفيز حائزي الأوراق المالية عن طريق إعفاءات ضريبية، تدعيم فكرة

حماية المستثمر، وإحكام الرقابة على الشركات لتقديم كل المعلومات في إطار ما يسمى بالإفصاح المالي والمحاسبي من أجل خلق الثقة لدى المتعاملين في الأوراق المالية.

4- محدودية درجة التقنية المستخدمة:

تعتبر التكنولوجيا والتقنيات المتقدمة في ميدان الاتصالات خاصة من بين الأدوات التي تعمل على المساهمة في تطوير التعامل في الأسواق المالية، فبدون وجود بنية أساسية معلوماتية وتكنولوجية لأي سوق مالي فإن ذلك سيؤثر عليه سلبا، وذلك بعرقلة تدفق المعلومات والبيانات الأمر الذي يعيق عمل السوق المالية ككل.

وبصفة عامة فالأسواق المالية العربية تتميز بقصور في درجة التقنية المستخدمة، و من أجل رفع الكفاءة في الأسواق المالية العربية، يجب العمل على سرعة إتاحة البيانات والمعلومات، وكذلك قيام العديد من الشركات المتخصصة في مجال المعلومات والتي تقوم بإصدار التقارير الدورية والتحليلات التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار في الوقت المناسب، كما يجب العمل على توفير الإطارات المدربة وخلق دورات لتنمية المهارة الفنية والتدريب والعمل بتوصيات الملتقيات والمؤتمرات العلمية المنعقدة لهذا الغرض.

المبحث الثالث

الأداء الاقتصادي والمالي للشركات محل الدراسة

كما ذكرنا سابقا فإن الكثير من الدول المتقدمة والدول النامية بدأت في تطبيق برامج الخصخصة منذ أواخر الثمانينيات، فقد تنوعت المجالات التي تم تطبيق الخصخصة عليها ما بيت قطاعات البنى الأساسية أو الصناعات التحويلية والصناعات البترولية والخدمية، فاهتمت الكثير من الدراسات بتقييم هذه البرامج من أجل رصد الانعكاسات التي تخلفها خصخصة القطاع العام، كما أن هذه الدراسات اهتمت بمختلف طرق تحويل الملكية ومقارنة نتائجها والوصول إلى مقارنة نتائج تطبيقها من خلال ما تتركه على أداء الشركة المالي والاقتصادي على حد سواء، وقد تباينت نتائج تطبيق مختلف هذه الطرق فقد توصلت الكثير من الدراسات إلى أن طريقة البيع لمستثمر رئيسي تعتبر أحسن الطرق لما لها من نتائج جيدة على مستوى المؤسسة العمومية محل الخصخصة، كما ذهبت دراسات أخرى إلى أن البيع عن طريق البورصة يعد الأحسن، أما في هذا العمل فنحاول المقارنة بين مختلف طرق الخصخصة بالأسواق المالية، بفرض أن الخصخصة عن طريق الأسواق المالية تعتبر الأكثر شفافية.

أولاً: المنهجية المستخدمة وخصائص العينة

لقد تبين أنه يجب تقييم برامج الخصخصة وبما أنه يصعب تقييم كل الشركات فإننا نهتم بعينة من هذه الشركات ونشترط في أن يكون قد تم تحويل الملكية عن طريق البورصات، و قد واجهنا مجموعة من الصعوبات يتمثل أهمها في صعوبة تحديد مجتمع الدراسة ففي الكثير من الأحيان لم نستطيع تحديد طبيعة الشركة هل هي خاصة أم عمومية، و عن الشركات محل الدراسة فقد اشترطنا ما يلي:

1. أن تكون الشركة في الأصل عمومية.
2. أن تكون الشركة قد أدرجت في البورصة بنسبة تفوق أو تساوي الـــــــــ 40% على الأقل.
3. أن تكون قد بدأت نشاطها خارج البورصة.
4. أن يتوفر لدينا أربعة ميزانيات، اثنين قبل إدراجها في البورصة واثنين بعد دخولها البورصة.
5. أن يتم الرد على الاستبيان الموجه للشركة.

1- المنهجية المستخدمة:

أ- من أجل الوصول إلى الأهداف المرجوة لهذا البحث قمنا بتصميم استبيان تم تطبيقه على مجموعة من المؤسسات في بعض الدول العربية، وقد استهدفت هذه الدراسة 34شركة، إلا أن 8 شركات لم تجب على هذا الاستبيان خاصة وأن معظم الاتصالات كانت عبر الإنترنت ما عدا الشركات المصرية المختارة فقد تم التنقل لها، وبذلك فقد حصلنا على 26 استمارة وقمنا باستبعاد استمارتين منها، وبالتالي فالعينة تحتوي على 24 شركة.

ب- طبقنا منهج تقييم لأداء الشركات (قبل) و(بعد) الإدراج في الأسواق المالية

ت- استخدام مجموعة من المؤشرات المالية والاقتصادية

ث- قسمت هذه المؤشرات وفق المجموعات التالية

أولا: معايير الربحية وفعالية الأداء.

ثانيا: معيار التغيرات الحادثة في الاستثمارات من توسع وخلق خطوط جديدة و اقتناء تجهيزات جديدة.

ثالثاً: معيار التنافسية بالنظر إلى معدل نمو الصادرات والأسواق الجديدة بعد الخصخصة

رابعا: معيار التغير في هياكل التمويل قبل وبعد الخصخصة عن طريق حساب نسبة الديون إلى صافي الأصول.

خامساً: معيار التطوير النوعي بالشركات من خلال حصولها على شهادات جودة واستحداث تربصات وتوسيع استخدام الإعلام الآلي

سادساً: معيار العمالة وذلك بقياس حجم العمالة التي تم الاستغناء عنها أن وجدت وفق أشكالها الوظيفية.

3-_ خصائص العينة:

وقد تميزت العينة محل الدراسة بالخصائص الآتية:

1 – التوزيع الجغرافي:

بما أن الدراسة على البلدان العربية، فقد راعت العينة التوزيع الجغرافي على النحو التالي:

جدول رقم (3) توزيع العينة حسب الموقع الجغرافي

الموقع الجغرافي	الخليج	الشرق الأوسط	المغرب العربي	بلاد الشام
النسبة%	58.3	12.5	16.7	12.5

نلاحظ أن النسبة الأكبر في هذه العينة توجد في دول الخليج العربي وذلك لأن معظم البورصات العربية متمركزة فيها.

2 – تمثيل القطاعات:

تتميز العينة المختارة بتنوع فيما يخص مختلف القطاعات فقد مست أربعة شركات اتصالات بالإضافة إلى ثلاثة شركات للأسمنت وأربعة شركات نقل تتوزع على كلمن النقل البحري والنقل الجوي، إضافة إلى شركة لتوليد الكهرباء وشركتين لإنتاج الغاز، والعشرة شركات الباقية لصناعات مختلفة وبترو كيمياويات

جدول رقم (4) توزيع العينة حسب القطاعات

القطاع	% النسبة
الصناعات والبتروكيماويات والتعدين والمناجم والكهرباء والغاز	.1754
الاتصالات	.6616
النقل	.6616
الأسمنت	.5012

3- تقييم الأصول وطريقة طرح الشركات:

تبين من خلال دراستنا أن طريقة الطرح العام بالبيع مع بيع الأسهم بسعر محدد هي الطريقة الرئيسية التي تم الاعتماد عليها عند إدراج هذه الشركات في بورصات الأوراق المالية حيث بلغت نسبة هذه الشركات التي اتبعت هذه الطريقة "أي الطرح العام بالبيع للأسهم مع البيع بسعر محدد" 37.5 %وتلتها طريقة زيادة أو رفع رأس المال بـــ 29% 2. ثم طريقة العرض العام بالبيع عن طريق المزايدة بنسبة 716. % ثم كل من طريقتي الطرح العام بالتبادل والطرح الخاص كل منهما بنسبة 8% 3.و ذلك وفق الشكل الآتي:

جدول رقم (5) يمثل أسلوب طرح الشركات للبيع في البورصة

النسبة%	طريقة البيع
37.5	*العرض العام بالبيع بسعر محدد*
16.7	العرض العام بالبيع عن طريق المزايدة
292.	طريقة زيادة رأس المال
8.3	الطرح العام بالتبادل
8.3	الطرح الخاص

المصدر: اعتمادا على نتائج الاستبيان

أما فيما يخص طرق تقييم الشركات فقد اعتمدت أغلبية الشركات طريقة صافي تدفقات القيمة النقدية المتوقعة وكان ذلك بنسبة 62.5 % أما 25% من هذه الشركات فقد اتبعت أسلوب صافي القيمة النقدية للأصول، وباقي الشركات اعتمدت أساليب تقييم أخرى.

ثانيا:التقييم وفق معايير الأداء المالي والاقتصادي

سنقوم بدراسة لحالة كل من الشركات المختارة وفق المعايير الآتية

أ: مؤشرات الربحية وفعالية الأداء

تعبّر مؤشرات الربحية عن مدى قدرة الشركة على توليد أرباح من الأموال المستثمرة وقد تمت المقارنة لسنتين قبل الإدراج في البورصة وسنتين بعد الإدراج في البورصة، وسنعتمد على المؤشرات الآتية:

- معدل العائد على رأس المال المستثمر

• معدل العائد على الأصول

• معدل العائد على حقوق الملكية

يشير الجدول اللاحق رقم(6) إلى أن متوسط معدل العائد على رأس المال المستثمر قد ارتفع من 8.55 % إلى 12.67 %و لكن تفاوتت النتائج بين القطاعات، حيث سجل المعدل تحسنا كبيرا في كل من الاتصالات وقطاع الصناعات الكيميائية والتعدين والكهرباء بينما التحسن كان في القطاعات الأخرى بدرجات أقل.

أما بالنسبة لمعدل العائد على الأصول فقد ارتفع المتوسط من 7.87 % إلى 10.57 % بعد تطبيق الخصخصة، وقد سجّل هذا المعدل أعلى قمة له في قطاع الإسمنت، وبخصوص معدل العائد على حقوق الملكية فقد كان المتوسط قبل إدراج هذه الشركات في البورصة 13.1 % ثم انتقل إلى 23.05 %.

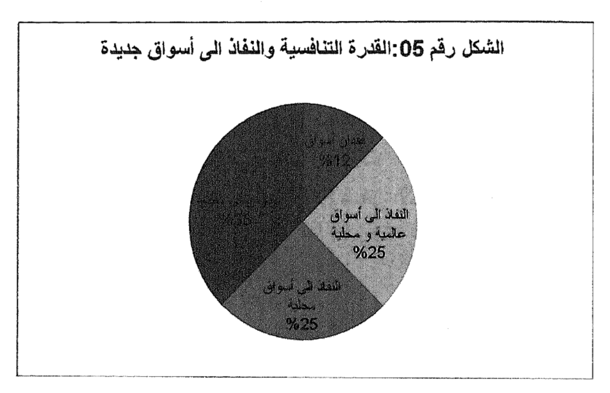
جدول رقم (6) نسب مؤشرات الربحية وفعالية الأداء حسب القطاعات

	العائد/ رأس المال المستثمر		العائد/ الأصول		العائد/ حقوق الملكية	
	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد
الاتصالات	12,4	18,3	6.2	8.3	33,4	39.5
الصناعات والبتروكيمياويات والتعدين والكهرباء والغاز	9.3	14.7	7.8	10.1	3.2	13.1
النقل	6.2	9.4	9.3	11,4	11,2	17.2
الإسمنت	6.3	8.3	8.2	12.5	4.6	22.4
المتوسط	**8.55**	**12.67**	**7.87**	**10.57**	**13.1**	**23.05**

المصدر: تم حساب هذه المعدلات من ميزانيات المؤسسات محل الدراسة

ب – التنافسية وقدرة الشركات على النفاذ إلى أسواق محلية ودولية

من خلال الاستبيان لا حظنا أن ثلاثة شركات فقط هي التي فقدت أسواق محلية كانت قائمة أما باقي الشركات فأثنى عشر شركة استطاعت النفاذ إلى أسواق جديدة منها ستة شركات وصلت إلى أسواق خارج بلدها وأسواق محلية والباقي دون تغيير، وبالتالي فان 50% من الشركات محل الدراسة استطاعت التوصل إلى أسواق



الشكل رقم 05:القدرة التنافسية والنفاذ الى أسواق جديدة

المصدر: استنادا إلى الاستبيان

ج – التغيير في الإنفاق على الاستثمارات ومصادر التمويل

تبين أن ما يقارب ثلثي الشركات من بين الـــتي خضعت للدراسة الميدانية قد تغير لديها حجم الاستثمارات في ظل الوضع الجديد وكان ذلك وفق الجدول الآتي:

جدول رقم (7)التغيرات الحادثة في الاستثمارات بعد الخصخصة

طبيعة التغيير في الاستثمارات	التوسع في الاستثمار	خلق خطوط إنتاجية جديدة	مضاعفة عدد التجهيزات	بدون أي تحسين
نسبة التغيير في الاستثمارات%	27,2	13,3	22,3	7.3

المصدر: اعتمادا على نتائج الاستبيان

أما عن مصادر التمويل فقد اختلفت بين بنوك عمومية وبنوك خاصة إضافة إلى عمليات طرح أسهم جديدة في البورصات، فقد أوضحت الدراسة أن 50 % من الشركات اعتمدت على المصادر الذاتية في تمويل استثماراتها الجديدة و12 % من الشركات لجأت إلى التمويل عن طريق المصارف الخاصة والعمومية، كما أن 25% من هذه الشركات لجأت إلى طرح أسهم جديدة في البورصات والباقي لا تزال تعاني من صعوبات في التمويل.

والجدول رقم (8) يوضح نسبة الديون إلى صافي الأصول فقد انخفضت هذه النسبة من 26.4 % إلى 16.6 %

جدول رقم (8) متوسط هيكل التمويل للشركات قبل وبعد الخصخصة

	قبل الخصخصة	بعد الخصخصة
نسبة الديون إلى صافي الأصول	26.4	16.6

المصدر: تم حساب هذه المعدلات من قوائم الدخل لهذه الشركات

د- تطوير الهياكل المالية والإدارية

تهتم الشركات بإعادة هيكلة النظم المالية والإدارية كما تعمل على إعادة تأهيل العمال والموظفين، فمعظم الشركات ترغب في تحسين الأداء من أجل أن تتحصل على شهادات الجودة العالمية المعترف بها، فقد أوضحت دراستنا هذه أن54% 16. من الشركات قد تحصلت على هذه الشهادات ومن بينها 58,3 % قد تحصلت على شهادة الإيزو.

كما عملت هذه الشركات على تحسين المهارة لدى عمالها من خلال تكثيف تربصات مهنية عادة ما تكون قصيرة الأجل، وحسب الاستبيان الموجه لهذه الشركات فقد كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (9) يمثل نسبة الشركات التي قامت بتربصات مهنية بعد الخصخصة

طبيعة التربص المهني	نسبة الشركات المستحدثة لبرامج التربص %
التطوير الإداري	25
الإعلام الآلي	33,33
البرامج التقنية الخاصة بطبيعة الشركة	20,83
تدريب على المعدات الجديدة	12,5
برامج المحاسبة والمالية	12,5
برامج اللغات الأجنبية	8,3

المصدر: تم حساب هذه المعدلات من استمارات الاستبيان

من ملاحظتنا للجدول أعلاه يتبين أن هذه الشركات قد قامت ببرامج من شأنها تحسين أداء الموظفين، حيث أن التربصات الخاصة بالإعلام الآلي أخذت النسبة الكبيرة التي تجاوزت الـــ30% وهذا ما يفسر أن هذه الشركات أصبحت أمام تحدي جديد، حيث انه يتحتم عليها تطوير استعمال الإعلام الآلي من أجل نشر المعلومات الخاصة بها والتي تشترطها هيئات الأسواق المالية للعمل بمبدأ الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والمالية، كما أن تنافس الشركات من أجل جلب المستثمرين يتطلب معرفة التغيرات التي تطرأ على حساباتها في أي وقت، أما عن نوع التربصات التي احتلت المرتبة الثانية فهي تلك الخاصة بتطير فالأجهزة الإدارية كما نلاحظ أن نوع التربص الذي احتل المرتبة الثانية فهي تلك الخاصة بتطوير الأجهزة الإدارية، كما أن نوع التربص الذي احتل النسبة الضئيلة فهو الخاص ببرامج تعليم اللغات وهذا ما يفسر عدم اندماج البورصات العربية في منظومة الأسواق المالية الدولية إضافةً إلى أن جل الشركات العربية (ما عدا الشركات النفطية) تعمل بمعزل عن الأسواق العالمية.

هــ - معيار التغيير في حجم العمالة:

أما من ناحية التأثير على حجم العمالة فنلاحظ أنه في غالبية الأحيان لم يتم التخلي عن عمال وموظفي هذه الشركات خاصةً الدائمون منهم ، و نرجع ذلك إلى أن الشركات المختارة لتدرج في البورصة هي في الأصل شركات ناجحة بالتالي فبيع أسهمها في البورصة كان له تأثيرا إيجابياً، إلا أنه في الأصل وفي معظم الشركات التي تحول ملكيتها فإنها تلاقي مشكل التقليص من عدد العمال وحتى في بعض الدول المتقدمة فقد تصدت لمشكل تسريح العمالة على إثر الخصخصة فمثلا في ألمانيا قامت بإنشاء مجلس خدمات إعادة التوظيف وذلك عن طريق تقديم دعم مالي للعمال المسرحين أو إيجاد فرص عمل في شركات أخرى، أو إعادة تدريبهم للحصول على وظائف جديدة.

و- جودة نتائج التقييم باستخدام اختبار إشارة الرتبWilcoxon

إن أهم المشاكل التي ترتبط بتقييم أداء الشركات العمومية بعد خصخصتها سواء بالأسواق المالية أو خارجها فأن تحسين مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي تفسر على أساس أن معظم الشركات التي تختارها الدولة لهذا الغرض هي في الأصل شركات ناجحة، و هذا ما يضعف من هذه الحجج في بعض الأحيان، ولهذا الغرض نستعمل اختبار الإشارة أو ما يعرف باختبار إشارة الرتب Wilcoxon ونستند فيه على التعرف على درجة الاختلاف بين مجموعتين من حيث مؤشرات الأداء المستخدمة وذلك باختبار الفرضية الصفرية والتي تنص على أن مؤشرات لا تختلف بين مجموعتين، مقابل الفرضية البديلة والتي مفادها أن مؤشرات الأداء تختلف بين المجموعتين، و قد تم استخدام اختبار الرتب هذا باستخدام برامج الـــــ spps وذلك لنختبر مدى اختلاف مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي بين هذه الشركات قبل وبعد دخولها الأسواق المالية (أنظر الملحق 3)

تبين أن أنه تم قبول الفرضية البديلة أي أن الشركات بعد خصخصتها عن طريق الأسواق المالية أصبح أفضل من وضعها قبل خصخصتها وذلك بالنسبة لكل المؤشرات المعتمدة ماعدا نسبة الإنفاق الاستثماري الصافي الأصول ومعدل العائد إلى رأس المال المستثمر ويمكن تفسير ذلك بأن هذه الشركات تحتاج إلى مدة أطول من أجل من أجل التوسع في استثماراتها خاصة وأننا لم نأخذ بعين الاعتبار سوى سنتين قبل دخول الشركات للأسواق المالية وسنتين بعدها. والنتائج نعرضها على النحو الآتي

1 أن نتائج هذه الدراسة توافقت مع الدراسات السابقة في هذا الميدان

2 أنه يجب مراعاة أسلوب العرض للأسهم عند الاكتتاب بها لأول مرة لأن الهدف هو محاولة رفع أداء هذه الشركات التي كانت تحت مظلة القطاع العام

3 أن الشركات التي بيعت عن طريق العرض العام بالبيع كانت نتائجها أحسن من الشركات التي عرضت بالطرق الأخرى حتي وأن كانت قليلة

4 أن الخصخصة عن طريق أسواق المال لها آثار ايجابية على الشركات

5 أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار مشكل التقليص من العمالة حتى وإن لم يصادفنا هذا المشكل كثيرا في حالتنا هذه.

خلاصة

تتعدد طرق وأساليب خصخصة المؤسسات العمومية عن طريق الأسواق المالية فيواجه القائمون على تنفيذ برامج الخصخصة مجموعة من الصعوبات أهمها كيفية اختيار الطريقة المناسبة من أجل إنجاح المؤسسة محل الخصخصة، وبالنظر لما سبق فإن الخصخصة عن طريق الأسواق المالية تعمل على تحسين الأداء المالي والأداء الاقتصادي للشركات حتى وإن كانت هنالك بعض السلبيات والتي أهملنا دراستها، كما يتمثل أهمها في النتائج غير المرغوب فيها فيما يخص تسريح العمال، إلا أن الحكومات تقوم بتبني برامج مصاحبة لبرامج الخصخصة من أجل حل هذه المشاكل.

وقد توصلنا في هذا الفصل إلى أن الشركات تحتاج إلى إعادة هيكلة أثناء فترتها الانتقالية، وقد أثبتت التجربة أن الشركات التي تعمل على تحويل ملكيتها تحتاج إلى خمسة سنوات على أكثر تقدير من أجل اجتياز مرحلة الخطر.

وفي الأخير فالخصخصة سواء كانت عن طريق الأسواق المالية أو خارجها فهي ليست السبيل الوحيد لرفع أداء الشركات وإنما هي تقنية من بين برامج التكييف الهيكلي المرافقة لمجموعة من السياسات المالية والنقدية

الخاتمة

من الواضح أن هناك علاقة متبادلة بين الخصخصة والأسواق المالية، فإذا كان سوق الأوراق المالية يتمتع بالكفاءة فإن ذلك سيكون له تأثير في إنجاح برامج الخصخصة في الوقت المحدد لها، وطبقا للخطة الموضوعة، وبالتالي تستطيع الأسواق المالية تحقيق الأهداف الأساسية من تطبيق برامج الخصخصة.

إن طرح المؤسسات العمومية في البورصة للتداول سيكون له أثر كذلك على تنشيط أسواق الأوراق المالية مما يجعل منها أداة هامة من أدوات الاستثمار والذي ينعكس بدوره على الاقتصاد، أما نحن هنا فنهتم بالدور التنموي الذي تلعبه البورصات من أجل إنجاح برامج الخصخصة، فهذه الأخيرة تستهدف إعادة هيكلة الاقتصاد وهو ما يبرر التخفيف من هيمنة الدولة على النشاط الاقتصادي وإتاحة المجال أمام القطاع الخاص ومبادرة رأس المال الفردي من أجل المشاركة في النمو الاقتصادي، ويمكن أن يحدث ذلك عن طريق فصل إدارة المؤسسات العمومية عن ملكيتها حيث تسير بطرق أكثر وأكثر تخصص، وبالتالي يمكن أن تتنازل الدولة على المؤسسات العمومية كليا أو تعمل على إشراك القطاع الخاص.

وتستهدف دراستنا هذه الوصول إلى تنفيذ برامج الخصخصة بطرق جيدة بواسطة الأسواق المالية، فموضوع الأسواق المالية يستأثر بقدر كبير من الاهتمام لما له من آثار على الاقتصادات الوطنية حيث تتركز وظائفها الأساسية في توفير العلاقة بين الاستثمار والادخار والتوسط بين عرض السيولة والطلب عنها، وفي هذه المرحلة تتأثر البلدان العربية بما يدور حولها من سياسات تعمل على تشجيع الاستثمار الخاص والسعي نحو إصلاح هياكل الأسعار وفق آليات العرض والطلب.

من الواضح أن الأسواق المالية تعتبر إحدى العوامل اللازمة لإنجاح

الخصخصة كما تبين أنها الطريقة الأكثر شفافية، وهي الطريقة التي لا يثار بشأنها الكثير من الانتقاد بحكم أنها تسمح بالمساهمة في الملكية لمختلف الفئات، وبذلك تكون الفرضية الأولى مقبولة.

و في فصلنا الثالث توصلنا إلى أن كل من مؤشرات الربحية قد تحسنت في الجزء الأكبر من الشركات بعد ما حولت ملكيتها، وأن هنالك توسع في الاستثمارات وخلق خطوط إنتاجية جديدة، كما أن هذه الشركات قد ضاعفت من تجهيزاتها، إضافة إلى أن نسبة الديون إلى صافي الأصول قد تناقصت بعد خصخصتها.

و نفس الأمر يلاحظ على مستوى إعادة تأهيل الكوادر حتى وإن كانت النسب متفاوتة وذلك حسب نوع التربص إلا أن هنالك تحسن ملحوظ، ومنه يمكننا الحكم على صحة الفرضية الثانية.، أما عن الفرضية الثالثة فعلى المستوى النظري فهذه الفرضية صحيحة أما على المستوى العملي فالأمر لازال يشوبه الكثير من الغموض فيما يخص أن الأسواق المالية هي فعلاً أحسن الطرق وأنها هي التي تعمل على الوصول إلى التقييم العادل للأصول العمومية وبالتالي فلا نستطيع الحكم على صحة هذه الفرضية من الجانب العملي.

و في دراستنا هذه والتي اهتمت بمجموعة من الشركات ومقارنة أدائها اقتصاديا وماليا قبل وبعد الخصخصة توصلنا إلى مجموعة من النتائج:

1- أن الحكومات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار أسلوب البيع نظرا لما له من آثار على أداء المؤسسات العمومية بعد خصخصتها، فإذا ما أرادت الحكومة تحسين أداء هذه الشركات فإنه يتعين عليها ألا تستمر كمساهم أو كشريك فيها، فقد أسفرت نتائج هذه الدراسة على أن الخصخصة الكلية يترتب عليها الأداء الجيد.

2- أن المؤسسات التي تم خصخصتها عن طريق الأسواق المالية بطريقة

العرض العام بالبيع بسعر محدد كان أداؤها أفضل من المؤسسات التي تم بيعها عن طريق البورصة بالأساليب الأخرى.

3- أن الخصخصة بمفردها لا تعمل على رفع الكفاءة ولكن يجب أن تكون مصحوبة ببرامج قوية لحوكمة الشركات وإعادة تأهيلها.

4- لقد استطاعت الشركات العمومية التي تم طرحها في البورصة أن تحقق نتائج إيجابية في استحداث برامج للتربصات من أجل تحسين الكفاءة المهنية.

5- انه هذا التحسن في الجانب المالي للشركات لا يتماشى وأهداف القطاع الخاص، فالمساهمون يسعون دوما إلى تحقيق أرباح أكبر، فإذا كانت الأرباح في الاستثمارات المباشرة أكبر من الاستثمار المالي فسيكون هناك انسحاب من البورصات.

6- أن الشركات التي حولت ملكيتها عن طريق الأسواق المالية حققت مزايا جديدة في مجال الاستثمار وكان ذلك بنسب متفاوتة حسب القطاعات.

أما عن التوصيات فاعتمادا على ما سبق أثناء هذه الدراسة يوصي الباحث بـــ:

1- ضرورة تهيئة المناخ العام (القانوني، الاقتصادي، السياسي، الاجتماعي) بتقبل عملية الخصخصة من خلال التعريف بها وبإطارها الفكري، والأهداف المتوخاة منها للتقليل من المخاوف.

2- إعادة تفعيل دور الجهات مسؤولة عن متابعة تطبيق برامج الخصخصة وتقديم الإرشادات والنصائح للقائمين على تنفيذ هذه البرامج.

3- التطبيق التدريجي لتنفيذ خصخصة مؤسسات القطاع العمومي عن طريق الأسواق المالية بما يتماشى والمناخ السائد في كل دولة للتباين الكبير بين مختلف

الدول العربية، مع ضرورة قياس القدرة الاستيعابية للأسواق المالية قبل إدراج المؤسسات فيه.

4- تحديد الإطار القانوني لحماية المستثمر مع تحديد أهداف عملية الخصخصة بكل وضوح.

7- ضرورة إحداث تغييرات أخرى على الهياكل المالية للشركات بما يتماشى والوضع الجديد لها، فالمساهمون يسعون إلى تحقيق المزيد من الأرباح كما أشرنا سابقاً، كما أنها يجب أن تعمل على مضاعفة الجهود لإعادة تأهيل هياكلها الإدارية وتكوين إطاراتها خاصة في مجال الإعلام الآلي واللغات من أجل الاندماج في المنظومة المالية العالمية.

5- الاستغلال الأمثل لحصيلة البيع بما يحقق الأهداف المسطرة، سواء تعلق الأمر بتخفيض الديون أو تحسين الأداء أو توفير فرص جديدة للعمل

وأخيرا وانطلاقا من هذه الدراسة، تبين أن الخصخصة عن طريق الأسواق المالية تعتبر من بين أشف الطرق لأنها لا تلاقي الكثير من الانتقادات فهي تعمل على توسيع المشاركة الشعبية عكس بعض الطرق الأخرى مثل البيع لمستثمر واحد والتي يشوبها الكثير من الغموض وتتعرض للانتقادات أهمها التنازل عن الأملاك العمومية بأسعار بخسة، ويبقى الموضوع مفتوحا أمام الباحثين.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

أولاً- الكتب:

1. ابن خلدون عبد الرحمان: **المقدمة**، (تحقيق:حامد أحمد الطاهر)، دار الفجر للتراث، مصر، 2004.
2. أحمد أبو الفتوح الناقة: **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، منشورات كلية الاقتصاد جامعة الإسكندرية، مصر، 1994.
3. أحمد ماهر:**دليل المدير في الخصخصة**، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003
4. أحمد حسن البرعي: **الخصخصة ومشكلة العمالة الزائدة – خطة قومية للعلاج –**، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي العدد 102، مؤسسة الأهرام، جويليه 1996، مصر، 1996.
5. أحمد صلاح عطية: **مشاكل المراجعة وأسواق المال**، الدار الجامعية، مصر، 2003.
6. أسامة محمد الفولي ومحمود شهاب: **مبادئ النقود والبنوك**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998.
7. أشرف ذوابة: **نحو سوق مالية إسلامية**، دار السلام، مصر، 2005.
8. إيهاب الدسوقي: **التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية**، دار النهضة العربية، مصر، 1995.
9. بهاء الدين سعد: **دراسات في الأسواق المالية**، الإسراء للطباعة، مصر، 2000.
10. جمال أبو الفتوح محمد أبو الخير: **أثر الخصخصة علي علاقة العمل دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري**، دار النهضة العربية، مصر، 2006.
11. حازم الببلاوي: **الديمقراطية والليبرالية: قضايا ومشاكل**، رسائل النداء الجديد، مصر، د ت.
12. حسان خضر: **خصخصة البنية التحتية**، سلسلة جسر المعرفة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.
13. حسانين: **التخصيصة السياسية العربية بشأنها ودواعيها**، دار سعاد الصباح، الكويت، 1993.
14. حسني المصري:**شركات الاستثمار**، دار النهضة العربية، القاهرة، 1981

15. حسني علي خريوش وآخرون: **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات،**، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 1998

16. خيري على الجزيري وفراج عبد العال: إدارة **المنشآت والأسواق المالية**، مطابع الولاء الحديثة، مصر، 2005.

17. دهال الحاج وحسن الحاج، **حول طرق الخصخصة**، (سلسلة أوراق عمل)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1998.

18. رمزي زكي: **الصراع الفكري والاجتماعي حول عجز الموازنة العامة في العالم الثالث**، سيناء للنشر، القاهرة، 1992.

19. زياد رمضان: **إدارة البنوك**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1995..

20. سامي عفيفي حاتم: **الخبرة الدولية في الخصخصة**، دار العلم للطباعة، مصر، 1994.

21. سليمان المنذري: **الأسواق العربية لرأس المال نشأتها التاريخية خصائصها الأساسية وإمكانات التكامل فيما بينها**، دار الرازي للطباعة والنشر، مصر، 1987.

22. سمير عبد الحميد رضوان: **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية مقارنة**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهضة، مصر، 1996.

23. السيد الطيب: **البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني**، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد: 57 نوفمبر 92، مؤسسة الأهرام، مصر، 1992.

24. السيد عبد المولي: **المالية العامة المصرية – دراسة الاقتصاد العام لمصر**–، دار النهضة، مصر، 1990.

25. السيد عطية عبد الواحد: **الأسواق المالية الدولية وظائفها مشكلاتها مدى إمكانية مساهمتها في تنمية الدول النامية والدول العربية والإسلامية**، دار النهضة العربية، مصر، 1998.

26. شامل محمد الحموي: **الأسواق المالية**، منشورات جامعة عين شمس، مصر، 1998.

27. صبري حسن نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي، مؤسسة الأهرام، مصر، 1996.

28. صلاح عباس: **التطورات المعاصرة للمرافق العامة الاقتصادية**، ط 1، المكتبة العامة (جامعة الكويت)، الكويت، 1999.

29. عاطف وليم أندروز: **السياسة المالية وسوق الأوراق المالية خلال فترة التحولات نحو اقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.

30. عبد الباسط وفا: **دراسات في مشكلات التجارة الخارجية**، دار النهضة العربية، مصر، 2000

31. عبد الغفار حنفي ورسمية قريقاص: **البورصات والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002

32. عبد الله سالم: **الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة**، الهيئة العامة لشئون مطابع الأميرية، 1996، مصر.

33. عبد المنعم أحمد تهامي: **سوق الاستثمار والمؤسسات العاملة في مصر**، البنك المركزي المصري، (معرض الدراسات المصرفي)، مصر، د ت.

34. عبد المنعم راضي: **مبادئ الاقتصاد**، منشورات جامعة عين شمس، القاهرة، 1995.

35. عبد الوهاب حميد رشيد: **الإنتاجية والتنمية الاقتصادية**، دار الشباب للنشر والترجمة والتوزيع، مصر 1988.

36. عبير علي حجازي: **التوريق ومدى أهميته في ظل الرهن العقاري**، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.

37. علاء الدين أحمد جبر: **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، 2007.

38. علي صادق وآخرون: **التخصيص في إطار التنمية (القضايا والمضامين)**، صندوق النقد العربي، 1995م

39. على عبد العزيز سليمان، **دور القطاع الخاص في التنمية مع التطبيق على مصر**، مركز دراسات وبحوث الدول النامية (جامعة القاهرة)، مصر، 2000.

40. عمرو محي الدين: **التخلف والتنمية**، دار النهضة العربية، مصر، 1983.

41. غازي محفوظ: **الاستثمار بالأسهم في السعودية**، تهامة للنشر، السعودية، 1986.

42. محمد الصيرفي: **البورصات**: دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.

43. محمد صديق عفيفي: **التخصيصية لماذا ؟.... وكيف**، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 25 فبراير 1993، مؤسسة الأهرام، مصر، 1993.

44. محمد عثمان إسماعيل حميد: **أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.

45. محمد ماجد خشبه: **قضايا مفاهيمية في عملية تأجير الأصول**، دار النهضة العربية، مصر، 1999

46. محمود صبح: **الخصخصة (ماذا، متي، لماذا، كيف) المشكلات والحلول**، دار الفتح، القاهرة، 1999.
47. محمود وهبة: **الرأسمالية الجديدة وبيع الشركات للأجانب**، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 1994.
48. مصطفى رشدي شيحة: **علم الاقتصاد من خلال التحليل الجزئي**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1998
49. منير إبراهيم هندي: **الفكر الحديث في إدارة المخاطر**، منشأة المعارف، مصر، 2003.
50. منير إبراهيم هندي: **الفكر الحديث في الاستثمار**، ط 1، منشأة المعارف، مصر، 1996.
51. منير إبراهيم هندي: **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
52. منير إبراهيم هندي: **الخصخصة:خلاصة التجارب العالمية**، المكتب العربي الحديث بالإسكندرية، مصر، 1996.
53. منير إبراهيم هندي: **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، 1996، الإسكندرية.
54. نصر علي طاحون: **شركة محافظ إدارة الأوراق المالية**، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
55. هشام أبو الغار: **وقائع أربع سنوات خصخصة**، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي، عدد55، مصر، 1994.

ثانياً -المجلات المحكمة:

1. أبو الفتوح فضال: **الخصخصة وإصلاح الهياكل التمويلية**، مجلة كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد 4، مصر، 1997.
2. أحمد عبد الحليم محمد علي: **دور سوق المال في في تطوير القطاع العام**، المجلة العلمية للتجارة (جامعة الأزهر)، العدد الثاني عشر، أكتوبر، مصر، 1995.
3. أحمد محمد مندور: **انعكاسات برنامج الإصلاح الاقتصادي عل أسواق العمل في مصر**، مجلة كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد 2 المجلد 33، مصر، 1996.
4. رمزي زكي:**الخصخصة والإصلاح الاقتصادي في مصر**، المجلة العربية للتنمية والتخطيط المعهد القومي للتخطيط (المجلد الثاني)، العدد الأول، مصر، 1994.

5. سامية عمار: **أثار الخصخصة على حجم العمالة وإنتاجيتها في مصر**، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة، العدد 21، أفريل، مصر، 1998.
6. عبد الحميد صديق عبد البر: **التحليل الاقتصادي لبرنامج الخصخصة المصري**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة (جامعة عين شمس)، مصر، 1998.
7. عبد الله القويز: **فرص وعوائق قيام سوق أوراق مالية**:
8. عبد القادر محمد: **تحليل الثار التنموية الخصخصة مع التطبيق علي مصر**، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد والتشريع والإحصاء، العددان 437 – 438، أكتوبر، مصر، 1994.
9. عبد الله المعجل:**أهمية سياسات التخصيص في معالجة إخفاق القطاع العام**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية العدد الأول مجلد 43، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، مصر، 1999.
10. عبيد المطيري:**تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية**، المجلة العربية للعلوم الإدارية(المجلد العاشر العدد:3) مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، الكويت، 2003.
11. عزت ملوك قناوي: **الأبعاد الاقتصادية للخصخصة**، مجلة مصر المعاصر ة، عدد جانفي/ أفريل 2001، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مصر، 2001.
12. علي أبو الفتوح أحمد شتا:**مداخل التقويم المحاسبي للشركات العامة**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، يناير 1999، جامعة عين شمس، مصر، 1999.
13. علي درويش الشمال وآخرون: **الخصخصة في الأردن وتونس** , المجلة العلمية كلية التجارة بنين – جامعة الأزهر، عدد 27، القاهرة، 2002.
14. على عبد العزيز سليمان، **دور القطاع الخاص في التنمية مع التطبيق على مصر**، مركز دراسات وبحوث الدول النامية (جامعة القاهرة)، مصر، 2000.
15. عمر عبد الحي صالح البيلي: **الآثار الاقتصادية للخصخصة مع الإشارة إلى التجربة المصرية**، مجلة البحوث التجارية المعاصرة كلية سوهاج جامعة جنوب الوادي، المجلد 14، العدد 1 يونيو، مصر، 2000.
16. ميرغني عبد العال حمور: **مؤسسات القطاع العام في مفترق الطرق بين إمكانات التطوير واحتمالات الخصخصة**"**دراسة نظرية**"، مجلة بحوث اقتصادية عربية الصادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد الرابع خريف، مصر، 1995.

17. ميكائيل بلاكويل وسيمون نوسير: **أثر تحويل الدين إلي أسهم**، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1988، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1988.
18. وليد الوزاني وغالب صالح:**الخصخصة وملكية الدولة (نحو معايير لمقارنة الآداء في حالة الأردن)**، مركز دراسات المستقبل جامعة أسيوط، عدد 67، 2003، مصر
19. يونس حسن عقل: **تقييم دور الهيئة العامة لسوق المال في تحسين فعالية التقرير المالي في ضوء المبادئ الدولية الحوكمة الشركات**، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال جامعة حلوان، عدد2005، مصر ، 2006

ثالثاً– الرسائل والأطروحات الجامعية:

1. أحمد أمين الباتوني: **التخصيص في قطاع الأعمال السياحي في ظل محددات سوق رأس المال في مصر والنقدي** رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة(جامعة عين شمس)، مصر ، 1999.
2. أحمد محي الدين أحمد: **أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية**، رسالة دكتوراه منشورة (سلسلة الرسائل الجامعية)، مركز صالح الكامل "دله البركة"، السعودية، 1995.
3. ايهاب إبراهيم الدسوقي: **كفاءة سوق رأس المال في تخصيص ونمو الاستثمارات في مصر**، رسالة دكتوراه عين شمس، مصر ، 2000.
4. بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ، 2005–2006،
5. حميدة مختار: **دور البورصة في تفعيل عملية الخصخصة مع دراسة حالة الجزائر**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة الجزائر ، الجزائر ، 2001.
6. دينا عبد المنعم رياض: **أساليب التخصيص في مصر مع التطبيق علي قطاع الصناعات الغذائية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر ،، 1995.
7. سمير محمد حسن: **قياس كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر ، 2005.
8. شريف عبد الحميد محمد يس: **دور سوق المال في تحديد أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة(جامعة عين شمس)، مصر ، 2004.

9. صالح احمد البربري: **بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر على كفاءة أو اعد وظائفها**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، مصر، 2001.
10. عبد الحميد صديق:**سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الاقتصاد القومي**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بجامعة قناة السويس، مصر، 1994
11. المتولي محمد أبو خليل: **العلاقة بين الخصخصة والبورصة**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر، 2004.
12. محمد سامح عبد الهادي: **دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة بجامعة المنوفية، مصر، 1995.
13. محمود أمين الباتوني: **التخصيص في قطاع الأعمال السياحي في ظل محددات سوق رأس المال في مصر**، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة(جامعة عين شمس)، مصر، 1999.

رابعاً – المؤتمرات التقارير والنشرات:

1. سيف خلف: **نظم وتشريعات سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة**، (بحث مقدم لندوة تطوير أسواق المال في الإمارات العربية المتحدة)، معهد الإمارات للتدريب المصرفي، الشارقة في 27- 04 – 1994.
2. الأهلي الاقتصادي: **أسواق رأس المال في الخليج**، دراسة صادرة عن البنك الأهلي التجاري، المجلد الخامس، العدد 6، جدة، 1994.
3. البنك الدولي: **مؤشرات التنمية في العالم**، عام 2000.
4. بنك مصر: **النشرة الاقتصادية**، السنة السادسة والثلاثون، العدد 1، مصر.
5. تقرير عن أداء البورصة المصرية خلال شهر ديسمبر 2007، وزارة الاستثمار المصرية، مصر، جانفي، 2007- 2008.
6. تقرير عن أداء البورصة المصرية خلال شهر ديسمبر 2007، وزارة الاستثمار المصرية، مصر، ديسمبر، تقرير عن التنمية في العالم، لعام 1979.
7. جمال الصغير: **التخصيص خبرة البنك الدولي ونظرة عامة عن العالم العربي**، صندوق النقد العربي، معهد السياسية الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات ورشة العمل بعنوان (معوقات التخصيص في الدول العربية) أبو ظبي، 27 – 28 – مايو 1995، الإمارات العربية المتحدة، 1995.

8. حسين العلواني: **مشاركة القطاع الخاص في إدارة خدمات مياه الشرب والصرف الصحي بمصر**، مؤتمر (دور الدولة في عالم متغير)، كلية الاقتصاد والسياسة، جامعة القاهرة 22-21أكتوبر 2002، القاهرة، 2002.
9. رائد سلطان: **المشتقات والخيارات، وإمكانية تطبيقها في السوق المالية**، مداولات عمل البورصة في اليمن سلسلة ندوات رقم (4)، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، اليمن، 2004.
10. سعيد النجار: **التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية**، (ندوة مشتركة:صندوق النقد العربي وهيئات أخرى، أبو ظبي 5-7 ديسمبر 1988)، مطابع الأهرام التجارية، مصر، 1989 .
11. صفاء جرجس تادرس: **دراسة تحليلية لتقييم شركات القطاع العام بغرض الخصخصة**، (مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول "الخصخصة والأوراق المالية"، 16-17 مارس 1996)، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1996.
12. صلاح زين الدين: **سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في التنموي المنشود**، المؤتمر العلمي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين 97 ، أفريل 1994، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مصر، 1994.
13. عبد الله شحاتة خطاب: **دور الدولة والنظرية الاقتصادية**، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الإصلاح المؤسسي في مصر، شركاء التنمية للبحوث والاستشارات والتدريب،، 2006، القاهرة.
14. عبد الله يحي المعلمي: **آفاق التحول للقطاع الخاص**، مؤتمر مساهمة القطاع الخاص في التنمية بالرياض 11 ديسمبر، 1988، السعودية.
15. علي أحمد شاكر: **تفعيل منظومة التمويل العقاري في مصر**، مؤتمر مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية في مصر بتاريخ 12 أكتوبر 2003، جمعية شباب المصرفيين، مصر، 2004.
16. علي الفقيه: **متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن**، مداولات عن البورصة في اليمن، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، اليمن، 2001.
17. علي جبران الشماخي: **إنشاء سوق الأوراق المالية الأهمية والمعوقات** (مداولات عن البورصة في اليمن) , المركز العام للدراسات والبحوث والإصدارات، اليمن، 2001.
18. عزة شلباية: **نشاط التوريق وأهميته للاقتصاد المصري**، مؤتمر مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية في مصر بتاريخ 12 أكتوبر 2003، جمعية شباب المصرفيين، مصر، 2004.

19. محمد الحاوري: **سوق الأوراق المالية وأهمية شركات المساهمة**، (مداولات عن البورصة في اليمن) , المركز العام للدراسات والبحوث والإصدارات، اليمن، 2001.

20. محمد حسن يوسف: **محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر**، بنك الاستثمار القومي، مصر ، 2007.

21. محمد صالح سالم: **التوريق عقبة متوقعة واقتراح لتداركها**، مؤتمر مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية في مصر بتاريخ 12 أكتوبر 2003، جمعية شباب المصرفيين، مصر، 2004.

22. محمد القسنطيني: "**المحيط القانوني والجبائي وحوكمة المؤسسة في تونس** "، ملتقى من تنظيم المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، تونس، 1970.

23. هنري عزام: **أسواق المال في الخليج مالها وما عليها**، نشرة الأهلي الاقتصادي(بنك الأهلي التجاري)، جدة، 1994

خامساً- القوانين والمراسيم والتشريعات

1. قانون سوق البحرين للأوراق المالية، رقم 4، لعام 1976، البحرين، 1987
2. قانون سوق الدوحة للأوراق المالية، رقم 14، لعام 1995، الدوحة، 1995
3. قانون سوق مسقط للأوراق المالية, رقم 521988-
4. مراسيم وقرارات نوازية في سوق الكويت للأوراق المالية، إدارة البحوث الاقتصادية 1985، الكويت.

سادساً - مواقع الإنترنت:

موقع أسواق الأسهم الخليجية www.gulfbase.com

سابعاً – المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Alamgir M ,*Corporate Governance: A Risk Perspective.,* " Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development ", a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8(2007)..Egypt, 2007
2. C. Jones*: Investment analysis and management*, A Jhon wiley and sons, NY, 1998.
3. -David Howell*:A new style of government* , London , 1970.
4. Freeland, C. *Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks,* paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8 (2007). , Egypt,2007
5. Jackson peter & price Catherine M: *Privatization and regulation* , A review of the issues Longman Group Limited , 1994 , Malysia.
6. Milton Friedman: *theory of monetary policy* , (the American Economic Review), vol: 58, N 1 March 1968.
7. Norman Flynn: *Public sector management* , First edition ,Hall, 1996, USA
8. Peter Druker*: the age of discontinuity: guidelines to our changing society*, first edition, Heinemann, 1969.New York

ثامناً – المراجع باللغة الفرنسية:

1.DANGEARD F: *nationalisation et dénationalisations en grande- Bretagne* , notes et études documentaires, La documentation française Paris 1993 ,N 4739-4740.

2.Hervé Alexandre et Gérard Charreaux: *Les privatisations françaises ont-elles été efficaces?*, Puf , France 2004

3.Joyrette Jean: *Comment réussir La privatisation*, Dunod, Paris(France); 1986

4.Laskine R*: les privatisations en Europe de Lest en 1993*, Ed:ORGANISATION, France.1994

5.Longueville Guy: *Les privatisation Française avant et après la crise boursière de 1987*, Dunod, Paris, 1990.

6.Michel Durand, *la bourse*, édition la découverte, paris, 1987

7.Rolland Y:les *privatisation en Grandes Bretagne ,sme , France , sa*

8.Santitni J J*: Les dénationalisation Britanniques,* document économique français, France, 1993

9.Wright V: chacun privatiser a sa manière,probleme economique,Paris ,1988

10. Xavier Denis et Jean Petit: *Les privatisions*, Ed: Montchrestien, France, 1998

فهرس المحتويات

الفصل الثاني

الفصل الثالث

الفصل الرابع

Inv: 29

Date:4/2/2014

الخصخصة عن طريق الأسواق المالية

فأصبح التوجه نحو آليات السوق الحرة وتفعيل دور القطاع الخاص في التنمية هو السمة العامة لتوجهات الدول النامية والمتقدمة، والتي اتخذت نظام الاقتصاد المخطط لعقود طويلة من الزمن انتهى إلى الفشل في غالبية هذه البلدان.

واستنادا إلى ما حققته هذه البلدان المتبعة لنظام آليات اقتصاد السوق الحرة من تقدم اقتصادي اتضح بأن آليات السوق تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استخدام الموارد وتعظيم الرفاهية الاقتصادية بالمجتمع اعتمادا على موارده المتاحة، وبالتالي فقد تزايد الاتجاه نحو مشاركة القطاع الخاص وتفعيل دوره في النشاط الاقتصادي ليصبح مشاركا في المنافع العامة والتي كانت حكرا على القطاع العام لعقود طويلة من الزمن.

فالتخلي عن أصول القطاع العام الى القطاع الخاص تتحدد طرقه حسب نوع القطاع أو الأصل أو الشركة المراد التنازل عنها، و الخصخصة تعتبر محورا أساسيا في مستقبل الاقتصاد العالمي اليوم فالاقتصادات المختلفة سواءا المتقدمة منها أو النامية شهدت تحويل الملكية من القطاع العام الى القطاع الخاص عن طريق بيع الحكومات لمتلكاتها بالكامل أو مشاركة الخواص عن طريق بيع جزء من ممتلكات القطاع العام أو تأجيره إلا أن ذلك يتم بطرق عديدة، ويُعتقد أن أصوب وأشف الطرق هي أن يتم تحويل الملكية ع الأسواق المالية إلا أنه من الملاحظ أن الكثيرمن البلدان النامية لا أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمكنها من تنفيذ برامج الخصخص الأسواق المالية.





كورنيش المزرعة-مقابل ثكنة الحلو-بناية الحسن سنتر - بلوك (2)،ط-4 بيروت - لبنان
تلفاكس: 009617920452-009611306951 -
خليوي: 009613790520 -ص.ب: 14-6501
Email: library.hasansaad@hotmail.com


ISBN 995356135-4
9789953561356